全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net




《巴菲特致股东的信》作者
巴菲特的合著者**劳伦斯 A. 坎宁安**
对价值投资的系统解读
精炼**格雷厄姆、巴菲特、彼得·林奇、约翰·邓普顿**等
价值投资者的投资理念

What Is Value Investing?

价值投资

原理与实战

[美] 劳伦斯 A. 坎宁安 Lawrence A. Cunningham 著
王勇 董方鹏 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

What Is Value Investing?

价值投资

原理与实战

[美] 劳伦斯 A. 坎宁安 Lawrence A. Cunningham 著
王勇 董方鹏 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

价值投资 /（美）坎宁安（Cunningham, L. A.）著；王勇，董方鹏译．—北京：机械工业出版社，2013.11
书名原文：What Is Value Investing?

ISBN 978-7-111-44749-8

Ⅰ. 价…　Ⅱ. ①坎…　②王…　③董…　Ⅲ. 投资经济学　Ⅳ. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 269701 号

版权所有 · 侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2012-7787

Lawrence A. Cunningham. What Is Value Investing?
ISBN 0-07-142955-7

Copyright © 2004 by The McGraw-Hill Companies, Inc.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and China Machine Press.This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳－希尔（亚洲）教育出版公司合作出版。

版权 © 2004 由麦格劳－希尔（亚洲）教育出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）销售。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签，无标签者不得销售。

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号　　邮政编码　100037）
责任编辑：岳小月　　　　　版式设计：刘永青
北京瑞德印刷有限公司印刷
2014 年 1 月第 1 版第 1 次印刷
170mm × 242mm • 10 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-44749-8
定　　价：40.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261　88361066　　　　投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294　88379649　68995259　　读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



译者序

伴随着中国向中等收入国家行列迈进，越来越多的普通家庭拥有了财富积累。“旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家”，投资理财不再是富豪和金融专业人士的专美；格雷厄姆、巴菲特这些名字对普通中国百姓也变得耳熟能详。在股市的跌宕起伏中，我们往往对成功者的故事津津乐道，但对故事背后隐藏的投资理念以及大师们成功的深层次原因却只有似是而非的概念。

有感于21世纪初高科技泡沫破灭给美国股市带来的灾难性损失和由此带来的深刻教训，劳伦斯·坎宁安撰写了本书，意在澄清价值投资的关键概念，引导投资者正确认识自己的能力，养成分析资产价值和价格之间关系的习惯，培养投资纪律并对可能存在不良行为的企业保持警觉。作者坎宁安教授曾任教于美国波士顿学院和乔治·华盛顿大学，是美国公司法和投资领域的著名学者。他是价值投资名著《巴菲特致股东的信》的编纂者，还著有关于投资、会计和商法的多部畅销书。

在本书中，作者深入浅出地剖析了各种投资策略的异同，解释了价值投资策略的核心特征和构成要素，并结合20世纪末和21世纪初美国股市特别是一些高科技企业的兴衰，揭示了价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资策略历久弥新、长盛不衰的魅力所在。本书语言平实，没有故弄玄虚的词藻，娓娓道来，读来让人爱不释手。

本书成书于2004年，自那时以来，美国经济又经历一个从极度繁荣到萎缩再到缓慢复苏的过程。虽然整体上还没有完全走出2008年次贷危机的阴影，但是美国股市在接连不断的政策刺激下，最近已经屡次冲上历史新高。与此同时，过去的10年，是以房地产为代表的中国资产价格飙升的10年。在此期间，中国股市经历了大起大落，最终重回了原先的起点，目前又面临着经济增长放缓带来的挑战。当前，无论是国内还是国际，资本市场的不确定性都是历史上少见的。在这个时间点上，重温成功的价值投资者的信条，显得尤为重要。更为难得的是，作者在2004年提出的警示和对一些金融产品发展轨迹的预测，很多都在接下来的几年中得以应验。

本书没有晦涩深奥的理论和公式，概念的呈现往往辅以简洁直观的例子，适合非专业人士厘清价值投资和其他投资策略的核心观点、把握投资基本原则、正确认识自己的能力和识别投资风险。希望本书能帮助有志在资本市场一试身手的投资新手选择适当的投资方法和渠道。

王勇（博士）、董方鹏（博士）

2013年7月于加拿大多伦多市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录



译者序

第 1 章　当前常见的投资风格 …… 1

第 2 章　价值投资的信条 …… 10

第 3 章　能力范围 …… 23

第 4 章　财务分析 …… 33

第 5 章　复利原则 …… 42

第 6 章　价值的度量手段 …… 50

第 7 章　折现率 …… 67

第 8 章　市场价格 …… 76

第 9 章　欺骗和假象 …… 84

第 10 章　财务报告中的慢性病 …… 100

第 11 章　关于前景的报告中存在的问题 …… 112

第 12 章　购买股票的方法 …… 121

第 13 章　非股票投资途径 …… 131

第 14 章　要点总结 …… 146

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

What Is
Value Investing

当前常见的投资风格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资目前又在市场上受到青睐。在20世纪90年代末的股市狂热中，仅有少数投资者能够习惯性地寻找价值被低估的股票，大多数试图在市场上冒险的投机客蒙受了巨大损失，而价值投资者却得以幸免。虽然在短期内，冒险投机者似乎赢得了不错的收益，但长期来看，价值投资者还是更能占得先机。尽管价值投资的理念正在复苏，但是还有很多人对其缺乏清晰的理解。希望本书能厘清这一概念，对投资者有所助益。

目前流行的投资风格有五种：

- **价值型投资者**（value investor）依赖对公司财务表现的基本面进行分析，进而识别市场价格低于其内在价值（intrinsic value，即公司未来现金流的当前价值，我们会在后继章节中详细讨论）的股票。这一策略的历史可以追溯到20世纪30年代，由本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）和哥伦比亚大学的戴维·多德(David L. Dodd)率先提出。因为伯克希尔-哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）的CEO兼总裁沃伦·巴菲特对其推崇备至，该策略自20世纪七八十年代以来风靡一时。
- **成长型投资者**（growth investor）力图寻找那些营收具有很大潜力、可迅速扩张其内在价值的公司的股票。投资人兼作家菲利普·费雪（Philip A. Fisher）在20世纪50年代首创了这一价值投资策略的变体，而麦哲伦基金（Magellan Fund）的基金经理彼得·林奇（Peter Lynch）则在80年代将它发扬光大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **指数型投资者**（index investor）买入能够复制较大的细分市场（如标准普尔500指数）的股票。格雷厄姆认为这种选择股票的策略适合防守型的投资者。20世纪80年代，先锋基金（Vanguard Fund）的创始人约翰·博格（John C. Bogle）使这一策略流行起来。
- **技术型投资者**（technical investor）使用图表收集那些标示涨跌预期的市场行为信息、市场走势和其他动态指标。技术分析的大师是《投资者商业日报》（*Investor's Business Daily*）的创始人威廉·奥尼尔(William J. O'Neil)。这一策略在20世纪90年代晚期被广泛应用。
- **组合型投资者**（portfolio investor）首先明确自己的投资风险偏好（risk appetite），然后构建一个具有相应风险的分散化的证券组合。投资组合理论最初出现在20世纪50年代，并在70年代经过了多位诺贝尔经济学奖获得者的优化。该策略在70年代早期经由普林斯顿大学经济学家伯顿·马尔基尔（Burton G. Malkiel）的名著《漫步华尔街》（*A Random Walk Down Wall Street*）一书介绍后一直广受欢迎。

所有投资哲学的核心问题都是关于价格和价值的关系。价值型投资者和成长型投资者认为价格和价值是不同的；指数型投资者对自己能否搞清楚两者之间的关系持怀疑态度；技术型投资者只对价格而不是价值感兴趣；组合型投资者认为价格就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是价值。

这些不同的理念也催生了不同的交易策略：

- 价值型投资者搜寻那些价格低于价值的公司的股票。
- 成长型投资者寻找那些在短期内的成长将揭示公司应有的价值并引发当前股价调整的股票。
- 指数型投资者认为最安全的策略是买入能很大程度上代表整个市场的那些股票。
- 技术型投资者寻找那些能快速以高价卖出的股票。
- 组合型投资者相信因为价格和价值是相同的，所以价格的变化反映了风险，而投资者应当选择一个自己认为合理风险水平的证券组合。

表 1-1 列出了这五类投资风格的要点。

表 1-1 投资风格

风 格	代表人物	价格—价值关系	要 点
价值型	格雷厄姆/多德/巴菲特	变化但可知	专注于价值，寻找价值高于当前价格的股票
成长型	费雪/林奇	变化但可知	专注于成长，寻找价值上升速度比价格上升速度快的股票
指数型	博格	不确定和不可知	忽略价值和价格的关系，在市场上随波逐流
技术型	奥尼尔	可能存在一定关系，但无关紧要	专注于价格走势
组合型	马尔基尔	相等	以价格—价值为风险尺度，确定相应的风险偏好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了做进一步的说明，假设昨天纽约证券交易所闭市时IBM公司的股价是每股50美元。是否买入该股票取决于每种投资策略中的不同因素（是否要卖出该股票在概念上基本是反其道而行之，我们将在第8章中进一步讨论）。

- 价值型投资者：（a）对IBM的未来现金流做出预期，计算其当前的价值，并判断是高于还是低于每股50美元；（b）只有当现金流的当前价值高于每股60美元时，才会买入股票[价值和价格之间10美元的差额意味着20%（$10/$50）的“安全边际”（margin of safety）]。更加保守的投资者会要求更大的边际厚度。
- 成长型投资者：（a）强调IBM销售、营收和现金流的相对可能增长；（b）如果确信IBM的价值和股价在不远的将来会增长到60美元，则买入股票。
- 指数型投资者：（a）认为自己在确认单独一只股票的价值和价格方面无能为力；（b）于是他们会买入一只包含IBM和很多其他公司股票的基金。
- 技术型投资者会：（a）高度关注市场上那些与IBM股价走势有关的线索，以判断股价在50美元附近上行或下行的可能性；（b）如果有迹象表明股价有上涨的趋势，则买入股票（如果这些投资者认为股价会下跌，他们也很有可能会卖空股票，以锁定当前50美元的价格，并希望将来以更低的价格将股票购回）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 组合型投资者：(a) 认为以上这些完全是在浪费时间，因为50美元的股价已经反映了IBM当前的价值；(b) 重要的问题是IBM的风险（以其股价相对于市场整体的历史波动来衡量）是否适合某投资者的风险偏好。

价值型投资和成长型投资在策略上有重合之处，它们对价格—价值的关系持有相同的观点，但在看待未来的角度上侧重点不同。价值型投资强调已知的价值，并将其和价格作比较；成长型投资强调成长所带来的价值增长，并将其与价格作比较。从这个意义上说，成长型投资和价值型投资如同一对表兄弟，它们的追随者均认为，投资分析师是能够得出股票的价值并将其与价格进行比较的。

指数型投资策略是为那些不能或不愿做上述工作的投资者所准备的。采用这种策略无需专业的分析能力或做额外的功课，投资的回报是整个指数的表现而不是遴选出的某一股票。价值型和成长型策略的拥趸认为该策略适用于那些缺乏分析技能或精力的投资者。我们在第12章将会看到，了解价值投资的基本理念对被动型的投资者其实也是有益的，因为这可以帮助他们理解是什么力量在操纵他们原本的投资。

价值型投资者把技术型交易看做投机，而不是投资。技术型投资策略试图预测投资者对股市前景的预期，并通过探究股价历史数据中的模式来建立这种预测。从某种意义上说，这并不是一种投资策略，而且它的时限也太短，不能构成真正的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资，所以这种策略对那些富于理性的分析师来说并没有吸引力，它会在股市持续走高时使人沉醉其中，从而丧失应该有的判断。20 世纪 90 年代就是人们在股市中酩酊大醉的时候。

有一类被称做“动量交易”（momentum trading）的技术型交易在 20 世纪 90 年代很普遍。当最受瞩目的股票上涨时，其吸引力会进一步加大，采用这种策略的投资者会错误地认为自己是英明的炒家。很多人在弹冠相庆时，甚至都不清楚自己买入的公司是干什么的，是不是在盈利，更不要说去看一下这些公司的财报。在大概 5 年的时间内，大部分股票都在上涨，即使是那些已经摇摇欲坠的公司；沾沾自喜的情绪到处蔓延。

这期间，很多新的投资者被股市吸引而下海，尽管他们还读不懂企业财报，更不知其中的基本要素，即便是投资的老手也禁不住随波逐流，去相信传言和错误的主观判断，而不是基于事实和数据的分析。菜鸟投资者从来没有听说过价值投资的概念，而很多有经验的投资者又迷信地认为所谓的“新经济”已经使这一概念变得如化石般古老。其实我们不难发现，历史上有很多类似的时期，其中最广为人知的是 20 世纪 20 年代，其顶峰就是 1929 年的股市大崩盘。

正是这次经济大萧条催生了本杰明·格雷厄姆和戴维·多德的价值投资理念。20 世纪 20 年代后期，由内部消息和主观判断驱动的资产组合管理技巧构成了当时投资圈的主要特点，而格雷厄姆通过宣扬一种理智的投资策略框架，提高了投资者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自制力。虽然他的价值投资理论蓝本仍然处处依赖投资者的个人判断，但是却给他们提供了一个坚实的基础。

组合型投资策略则在提供这种理性的投资策略框架方面走得更远。这种策略的一个基本假设是价格和价值是相等的。如果这一“有效市场假说”是正确的，则价值型投资策略就毫无用武之地了。通过买入一只价格远低于其内在价值（未来现金流的当前值）的股票来获取超出平均水平的投资收益变得没有可能。

在有效市场理论中，一个公司的业务风险反映在其股价相对于其他公司股价的历史波动中。这一组合型投资策略的关键指标被该策略的拥护者称做股票的 β (beta) 系数，并被频繁地监测。投资顾问使用 β 风险测度来指导组合型投资者建立符合自己风险偏好的投资组合，我们将在第 7 章中介绍其中的细节。

在此基础上，组合型投资策略又前进了一大步。其认为存在这样的可能性，即通过组合一揽子分散化的证券，可以消除与其中任何一只证券有关的特定风险。一只证券的风险可以被其他证券的收益所抵消。组合型投资策略将问题简化为分析 β 系数和构造最优的分散化投资组合，对于这两种工具，已有大量的数学和计量经济学方面的研究成果。有些证据支持这一理论，而另外一些则让人对其存有疑问。

价值型投资者对有效市场理论、该理论所宣称的价值和价格的同一性，以及 β 系数作为风险度量手段的适用性表示怀疑。价值型投资者的投资记录本身就是组合型投资理论存在薄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弱点的重要实证。因为有太多成功的价值投资者，有效理论的支持者无法忽视他们的存在，而且市场上有太多的股票，其价格明显高于或低于其价值，这也使得有效理论难以变得完备。另外，尽管 β 系数可以或多或少地衡量与价格起伏有关的风险，但它却不能反映业务表现或真正的价值[⊖]。

市场泡沫的产生并不是偶然的，而是一种以快速的技术革新和过度的兴奋为典型特征的商业环境下的症状。非理性的繁荣会螺旋式地上升，其蔓延的深度和宽度往往超出人们的理解。在这种情况下，大量的普通人开始错误地认为自己了解公司的业务和股票市场，而有经验的投资者则会去追求超出自己理解能力的投资机会。

市场萧条同样不是偶发的，而是一股与上述情况相反的力量作用下的症状——新手从市场上逃离，而老手则恐慌过了头。这就如同一场散去的宴席，相比席上短暂的快乐，令人印象更加深刻的是宿醉带来的痛苦。

价值型投资者认为股市是不可预测的，不管是短期还是长期。基于过往的表现和现有的信息，人们能够较为合理预测的最多不过是较长时期内公司业务的大致表现。价值投资者要做的就是分析这些信息以确定价值，并将其与股价相联系。

⊖ 对这一观点，组合理论的支持者显然会不以为然。他们认为既然价格和价值是一回事，公司的业务表现和价值已经反映在价格中，进而也可以用 β 系数测量。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值投资的信条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从某种程度上说，价值投资是一种心态，其特征是能够习惯性地将股票的价格和其背后企业的价值联系起来，基本面分析的基本原则是其常用的工具。价值投资策略源自三个信条。

第一个信条是本杰明·格雷厄姆的“安全边际”原则。该原则要求保证将要买入股票的价格显著低于其大致的价值。要明确这一点，投资者需对公司的业务进行全面的分析。首先，价值型投资者要做的是筛选潜在的投资对象，筛选的大致原则是投资者能够理解公司业务运作并能对其做出评估[通常我们把筛选后的范围称做“能力范围”(circle of competence)]。

约翰·波尔·威廉姆斯（John Burr Williams）提炼了价值投资的第二个核心信条。这一定量化的信条要求按照现有数据，保守地估计出公司未来的现金流，并计算出当前的价值，即公司的内在价值。这一原则把握了一个直观的逻辑，即今天投资者手中握着的一元钱在将来的价值应该高于一元。我们将在第5、6、7章论述其中的细节。

菲利普·费雪贡献了价值投资的第三个信条。该定性化的信条要求投资者孜孜不倦地寻找那些展示了良好长期前景的公司。具备良好前景的特征是公司建立起某种业务特许权(business franchise)[⊖]，如拥有忠诚的客户群、令对手难以匹敌的品牌认知度和令人敬畏的市场营销能力等。与此相关联的，还

⊖ franchise的字面意思是特许权，在这里的含义似乎更接近我们现在所说的“软实力”，或者说企业的综合实力。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应同时拥有能够将这些特权转化为对公司股东回报的高质量的经理人团队。

沃伦·巴菲特就是上述三个信条的集大成者。巴菲特践行了一套完善的价值投资方法，他把自己的实践简单地称做投资，且认为前面的“价值”二字是多余的。其他的信徒则赋予不同部分以不同的权重，并由此衍生出各种不同的价值投资风格。但有一点是共通的，即大家都坚信价格和价值之间是存在差异的。

格雷厄姆：价值投资之父

《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）是本杰明·格雷厄姆这位价值投资理念的奠基人和最伟大倡导者的经典著作。该书最初出版于1949年，并有几个后继版本，读者众多。该书的核心观点是，应构建一种长期的投资策略和遴选股票的架构，以避免犯错误。

格雷厄姆和戴维·多德合著的另一本书《证券分析》（*Security Analysis*）则更详尽深入地阐明了价值型投资策略的架构（追随者一般认为1940年出版的第2版是内容最翔实的版本）。该书强调了资产负债表（资产和负债）对决定企业价值的重要性。现在，其他作者关于该经典主题的著作中往往还会强调利润表（营收和开销）分析对估值的重要性。

格雷厄姆的支持者和反对者争论的焦点是其著作是否是永恒的经典，还是已经变得过时。正反两方的观点极端化都是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确的，实际上他们都有可取之处。批评者认为原著业已过时，因为它强调的业务停留在以铁路、基础设施和重型装备制造为代表的工业化时代，而且格雷厄姆把精力集中在资产负债表和固定资产价值上；而当代企业的业务模式往往更依赖于无形资产的贡献，而且投资者往往更看重资产产生的现金流，而不是这些资产在资产负债表被赋予的价值。

的确，《证券分析》和《聪明的投资者》两书的行文确实显得有些老态龙钟，不够鲜活。和格雷厄姆同时代的读者大部分是专业人士，往往愿意花时间去深入阅读；而今天的投资者群体已经多元化，他们来自各行各业，并且大都习惯于更加活泼明快的写作风格。我们这个时代的信息强度更大而人们能专注于某一件事情的时间却更短，所以我们需要更简洁明了的简报。从网络音乐到制药企业，今天的经济环境中包含了更多的商业类型，这远远超出了当年格雷厄姆所熟悉的商业图景所能概括的范围。当代企业所涉及的资产类别也更为广泛，它们对有形和无形资产的依赖程度也千差万别。对企业来说，知识产权和专利的价值往往超过了传统的工业资产的价值。

尽管如此，格雷厄姆的核心原则还是有效的。其理念的基石仍然是“安全边际”——只支付远低于其价值的价格，以避免在资本市场的重大损失。其主要目的是节省资本。支付过高的价格会导致要承受由于市场恶化以及公司经营状况起伏不定而产生的额外风险。这一原则类似于医药行业中的首要原则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（overriding tenet）——首先必须保证无害（first do no harm），即首先要保证不能赔钱。

格雷厄姆将投资定义为一种经济态势，基于一定的分析，其必须能保证本金的安全和足够的回报（最少也要等于通货膨胀率）。格雷厄姆将任何其他的做法都看做投机行为。这种理念本身就反对投机，而欣赏长期良好运营的企业，这就要求对公司做出评估——不管这家公司是安海斯－布希（Anheuser-Busch）㊀、微软还是捷利康（Zeneca）㊁。通常，这一原则在短期内不会奏效，但假以时日，回报可能非常丰厚。格雷厄姆还制定了选择投资对象的 10 个分析要点，其中一半是用来衡量企业的财务能力，而另一半用来衡量有关风险的各个方面。拥有雄厚财力的关键在于当前资产对当前负债的比率要尽量高，并且相对于账面价值和清算价值，长期债务的数额不能过高（第 4 章中将详细介绍这些衡量的标准）。为降低风险，格雷厄姆认为可选择的理想投资对象应满足如下条件：以盈利计算的回报率应不低于高评级企业债券回报率的两倍，并且企业当前的市盈率应该低于过去 5 年内最高值的一半（第 6 章中将详细讨论这两点）。

格雷厄姆承认，无论是好的还是坏的，运气总在投资（生活中也是一样）中扮演着角色，但运气不能控制所有的一切。投资者的目的应该是尽量避开运气“女神”坏的一面。现在，很多

㊀ 全球最大的啤酒制造商。——译者注
㊁ 总部设在英国伦敦的著名跨国制药企业。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不认同这一理念的人使用日内交易、动量交易和择时交易等策略。这些都是高风险的手段，目的是使用与价值标准无关的技巧，试图从市场变动中套取利润。当代价值投资策略的实践者则遵循传统的理念，包括缓慢、小心地建立一组数量上可管理、内容上可理解的投资，以及采用资金成本平均法（dollar-cost averaging，定期地以确定数额的资金购买某种证券，第 12 章中将详细讨论这一方法）。

格雷厄姆将投资者分成两类：防守型和进取型。然而，对两者而言，将损失最小化都比将盈利最大化更为重要。只要能尽可能地减少损失，只需达到平均的收益就会收获高于平均水平的最终成果。

费雪：注重成长的先锋

相对公司的管理质量或业务环境，格雷厄姆更注重对公司的财务分析。费雪则扩大了基本面分析的范畴，并将这些方面的内容纳入了分析的重点。管理水平对成长中的公司很重要，而对那些正在经历着业务的快速转型以及采纳了新的风险管理和商业策略的公司则尤其重要。

费雪看重品牌开发、改进产品包装等策略所创造的价值、经济商誉 (economic goodwill) 以及产生高于业界一般水平的资本回报率的能力。这种能力在全球化时代变得更加重要，因为某个品牌可以在世界范围内产生影响，并作为新产品发售的平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台。例如，音像制品公司可以在世界各地以印刷品、电影胶片、录像带、DVD或者网络等不同形式销售不同语言版本的同一产品。

费雪进一步缩减了潜在投资目标的数量。他强调，即便一个公司的市价可能低于其内在价值，对其进行投资仍然不见得是一个好的选择。一个公司的价值可能会由于非常合理的原因而被低估，如糟糕的管理。同时，在费雪看来，原本定价具有吸引力的投资一旦变得平价，其表现也就变得平庸起来。

在费雪时代，投资财富要么来自传统的价值投资（买入被低估的证券，持有它们直到价格变得公允或者高于价值），要么来自虽被公平定价，但销售和收入（今天我们还要加上现金流）以及由此产生的利润都增长迅猛的公司。前一类就是基于传统的格雷厄姆理念的纯粹价值投资，后者就是以费雪为开山鼻祖的成长型投资而不是价值型投资，并以此将两派区别开来（某种程度上并不完全正确）。

费雪提出了识别成长型公司的15个要点，其中包括公司的潜在市场是否足够大，能否足以支持多年的销售增长。例如，汽车制造商和汽车蓄电池制造商要达到的市场饱和点是不同的。在全球化背景下，那些能够将现有产品配送到世界各地，并根据各地区消费者的不同口味开发各式新产品的跨国公司显然具有更大的市场扩张潜力。

威廉姆斯：现金流的角色

一家公司、一只股票或者任何经营性资产的价值都是其未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流的当前值。威廉姆斯对这一点做了深入阐述，并由此发展出当今最流行的定价方法——现金流贴现（discounted cash flow, DCF）分析。但是，这一方法流行的背后，却隐藏着一个重要的事实，即价值虽然容易定义，却很难测量（说起来容易做起来难）。这时，格雷厄姆和费雪创造的工具仍将发挥关键的作用。

过度依赖现金流贴现分析的风险是容易将股票简单地划分为价值型股票或成长型股票。很多专业人士，包括共同基金的从业人员，喜欢使用这种方法将自己的产品和其他产品区别开来，但是这种区别是有限的。

对某一企业（或任何经营性资产）进行估值都需要对其未来可能的表现进行预测，然后对结果进行贴现。未来可能的表现中包含对增长（或萎缩）的预计。因此，增长与否应该是估值过程的一部分。这也支持了认为“价值投资”这一说法是累赘的观点：投资应该是一个精心地确定所付价格低于所获价值的过程。只有投机者才会支付一个高价格，然后指望将来的增长会使价值高于自己当初所付的价格。

尽管命名上有让人困惑之处，但传统上价值投资的定义应包括买入那些有较低市盈率、市净率或高股息率的公司。然而，仅靠这些指标本身不能构成价值投资。事情远不是这么简单，而且不能满足这些指标也不意味着投资一定不能满足足够的安全边际，而不能被包含在价值投资者的投资组合中。

成长也不能直接和价值画等号。营收的增长可能意味着盈利的增长，但营收的增长往往也伴随着成本的上升，而且有时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本增长的速度会快于营收的增长。只有当营收增长速度高于成本增长速度时，成长才会带来价值。那种为多挣 100 元钱而要多花掉 99 元钱的公司不会为股东带来多大价值，因此其股票不应是价值型股票，尽管其可能满足成长型股票的条件。

巴菲特：集大成者

沃伦·巴菲特将以上观点融合在了一起。价值投资包括对在投资者能力范围内的公司进行分析，以便找出那些与资本的成本相比回报率较高者，然后再从中找出价格最低的进行投资。表 2-1 概括了价值投资策略的关键人物和他们的主要贡献。

表 2-1 价值投资的奠基者

人物	贡献	主要观点	著作
格雷厄姆	价值投资之父	安全边际；关注资产负债表；价值投资的 10 个要点	《聪明的投资者》《证券分析》和《上市公司财务报表解读》
费雪	定性研究，成长的作用	零散信息的收集（scuttlebutt）；有关成长的 15 个要点	《普通股票与不普通的收益》（*Common Stocks and Uncommon Profits*）⊖
威廉姆斯	现金流折现分析	关注现金	《投资价值理论》（*The Theory of Investment value*）
巴菲特	集成者	能力范围；业务分析	《巴菲特致股东的信》（*The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America*）

价值投资的变种

价值投资策略有很多变种，对这一理念的应用可以根据投

⊖ 国内有译者译做《怎样选择成长股》。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者个人的喜好和能力做出变化。很多著名的投资者采用多种不同的投资策略，费雪就是一个很好的例子。很多人将格雷厄姆（价值投资之父）和费雪（成长型投资之父）作比较，但因为价值投资和成长型投资实际上是一对表兄弟，费雪更应该被当做价值投资策略一个分支的缔造者。二者的不同更主要的是在风格和侧重点方面，而不在基本面上。

格雷厄姆－多德门下弟子所发表的最著名的演讲是巴菲特的《格雷厄姆－多德都市里的超级投资者》（*The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*）。文中，巴菲特描述了多位采用不同风格的价值投资策略的投资者。其中，有些人的投资很分散，而另一些则集中在有限的几只股票。大部分投资者在进行投资前会花很大力气研究所投资的对象，而有一些则仅在对所投公司有一定程度的把握时就会投资。

哥伦比亚大学商学院教授布鲁斯·格林瓦（Bruce Greenwald）发表了一系列文章，对巴菲特“超级投资者”的主题进行了进一步的深化，其中列举了很多价值投资者，用以强调他们采用的具有些许差别的策略。这里，有些人将定价方法提炼为，探求经验老到的实业家为拥有某等价的商业资产而愿意付出的价格；还有一些人把历史价格的起伏和内在的公司价值联系起来；另外一些人则将这一创新和更传统的定价指标结合起来，以强化投资纪律；还有人强调一些具有催化作用的事件，如收购、破产重组等，可能使原本被低估的公司变得具备投资价值。在各种各样的价值投资者以及他们所采用的投资风格中，那些紧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧追随格雷厄姆的被称做纯价值投资者，而那些给予了其他投资传统更多的考虑或者受当代影响更多的投资者则大致上可以被看做价值投资者中的“修正主义”者。但是，无论怎么称呼，认清股票价格和公司价值之间的差异是所有价值投资者的共识，他们也都把安全边际理论作为自己的福音书，而他们共同的特点就是出色的投资表现。

我们其余的人

价值投资很有挑战性，判断企业的质量和对其进行估价是不同的。很多好奇的投资者，当他们了解了价值投资的必要条件后，选择了更适合时间紧张的投资者、当代版本的智慧型投资策略：指数基金。指数型投资大师约翰·博格曾经调侃道，价值投资只是前景排在第二位的投资策略。对于不能满足价值投资的必要条件的人来说，博格的调侃是有道理的，而对具备价值投资知识的人来说，不存在比价值投资更好的方法。如果我们对比一下麦哲伦基金（因彼得·林奇的基于价值投资的成长型策略而著称于世）和 S&P 500（代表着约翰·博格的著名的指数型投资策略）这两个在美国最突出的投资选项的回报率，我们会发现，在 1971 ～ 2000 年，麦哲伦基金的表现在多数年份超过 S&P 500，而且超出的幅度一般还很大。在有限的几个 S&P 500 的表现好于麦哲伦基金的年份，S&P 500 也仅仅稍稍好过麦哲伦而已。图 2-1 对此进行了对比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

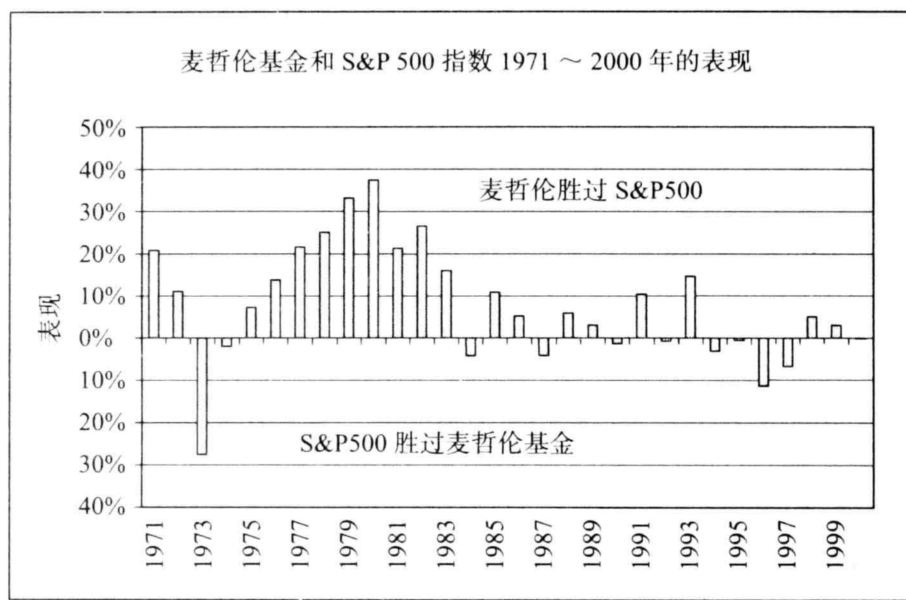


图 2-1 价值型与指数型投资的对比

资料来源：Meir Statman & Jonathan Scheid, *Buffett in Foresight and Hindsight* (Santa Clara University Working Paper No. 00/01-37, June 2001).

价值投资并不是高智商人士的专利，并不需要门萨俱乐部[⊖]成员水准的天才。但是，它需要常识和良好的判断力，而且应用这些能力也依赖于建立一个经提炼过的智力框架，以帮助投资者克制情绪上的冲动。实践者应该根据自己特定的需求，因地制宜地建立这种框架。

价值投资还包括了某种智力上的好奇心。价值投资的信徒更倾向于对“新”的观点产生兴趣，他们阅读关于业务分析和投资方面的书籍。考虑到无论主题是什么（包括投资），都没有哪一本书能够面面俱到（包括本书在内），广泛阅读是很重要的。

⊖ 门萨俱乐部是做智力测试的国际组织，号称世界顶级智商俱乐部，最大的特色为该会以智商为唯一入会标准。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些著名的价值投资者还喜欢著书立说，格雷厄姆、费雪和威廉姆斯都有专著，解释自己的交易策略。另外一些人则模仿巴菲特的做法，以书信的形式给投资者详细阐述自己的投资理念。

反复阅读高质量的投资书籍和文章可以扩大一个人的视野。除了上面提到的著作和作者以外（当然也包括本书的作者），关于价值投资，以下作者的著作也是广受好评的：罗伯特·哈格斯特朗（Robert G. Hagstrom）、珍妮特·洛（Janet C. Lowe）、蒂莫西·维克（Timothy P. Vick）和马丁·惠特曼（Martin J. Whitman）。

随着经验增长，读者的投资知识会日渐丰富，价值投资作为一种基本的理念就会变得越来越清晰。通过运用一种冷静、慎重和富有逻辑的方法来研究价值投资的原则，读者会建立一种远见和心态，使其不再仅仅是一种单纯的工具，更是一种哲学。工具是重要的，而且本书已经介绍了很多重要的部分，但是建立一个智力基础，才是登堂入室的标志。

价值投资者的心态是开放的，他们不是按部就班的技师，也没有一成不变的答案。他们知道为完成某一工作需要什么样的工具，这种知识来自对历史、商业、会计准则、良好的判断力、基本的心理学和理解某一特定业务所需的专门知识（如保险行业所需的精算知识、时尚用品所需的消费者喜好和媒体公司所需的信息偏好等）的把握。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能力范围

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行价值投资需要对业务进行分析。它要求投资者把握公司的运营环境，而要成功地做到这一点，投资者必须专注于那些自己能够理解的公司。投资者的智力水平能够掌握的那些公司，被称做他的能力范围（circle of competence）。价值投资的一个基本原则就是投资者必须明确划定自己的能力范围，并保证不越过其边界。

投资的对象

价值投资者通过评估自己对一个公司的产品、客户和运营环境的熟悉程度来判断自己是否能够理解一家企业。投资者个人的兴趣和偏好会影响其能力范围。投资者个人的本业往往是建立自己能力范围的很好起点，另外一个是根据投资者个人消费习惯，第三个则是那些基于品牌忠诚度的公司。

价值投资者会进行自我测试。他们会问：自己将要买入的公司生产什么产品或提供什么服务？这些产品或服务的用途是什么？消费者是否需要它们？需求是否稳定以及企业在将来如何满足这一需求？与可能的替代品相比，所投企业的产品有何独到之处？对此，消费者是否在意以及在多大程度上在意？所投企业提高所售产品或服务的价格却不导致销售业绩下滑的可能性有多大（这被称为特许权价值或经济商誉，我们将在第 6 章中对此进行讨论）？

谁是所投资企业的目标客户或基本客户？该企业的营业收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入主要依赖一个或有限的几个客户，还是拥有几百万个客户？企业和客户的依赖关系有何影响，以及主要客户的财务状况是否稳定？

该企业如何销售自己的产品？其市场的地理分布是怎样的？市场对经济形势恶化敏感程度如何？该企业能否对经济和市场形势的变化做出快速响应？其供应链有多稳固？公司的劳资关系如何？公司运营的地区是否有潜在的政治或经济风险，这些风险是常规的还是非常巨大的？该公司是历久弥新还是暮气沉沉，抑或是后起之秀？

价值投资者还要检视有关的业务模式，包括产品及其品牌认知度、商品特色、供货来源及其成本、配送链、客户习惯和偏好以及业务组织和设计。他们会询问一家企业是如何处理诸如全球化、互联网和电子商务的兴起，以及缩减固定资产、向基于服务的利润中心转变等因素的。

对以上基本面进行评估可以解决两个问题：可以确定某一企业是否在投资者的能力范围，并且开始着手评判该企业是否是合适的投资对象。对那些不能合理地确定这些信息的投资者来说，该企业就超出了他们的能力范围；对那些能做到这一点的投资者来说，他们要考虑的是以上这些因素会如何影响该企业今后的盈利能力。

要回答这些问题需要很多信息。公开披露的信息和新闻报道对投资者评估企业的状况非常重要。费雪应对信息评估挑战的著名做法被他自己称做“小道消息”——和所有了解某一企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的人交谈，从供应商到工人再到顾客，以及其他工业界有关人士和专家。

专业投资者拥有这么做的时间和影响力，而大多数非专业投资者必须依赖公开的信息，而且今天这类信息的数量相对于过去在成倍增长。尽管有效市场理论的拥趸否认这些信息对投资者选择投资目标是有用的，但价值投资者认为它们是进行业务分析不可缺少的。

在充满竞争的环境中，一个公司的特许权特征与其能否创造佳绩密切相关。特许权特征能够带来较高的资本回报率，即股东投资的产出会高于融资成本，而且特许权还可以保护公司免受竞争导致的收益损耗，从而维持较高的回报率。

典型的例子包括为对手设置法律壁垒，如专利或政府核发的执照；稍微隐蔽一点的例子是由品牌忠诚度带来的消费者特许权，如可口可乐或哈雷－戴维森摩托车。有些价值投资者相信，这种特许权特征是这些企业能够在较长时期内持续保持高资本回报率和健康营收增长的关键因素。

通过评估某一公司的竞争能力而获得的洞察力是任何价值分析中关键决策的基础，与此有关的因素包括利润率和融资成本等。为了把握这些因素，需要评估业界的经济形势、公司的优势与劣势以及相关的可持续性。

上述大部分因素已经包含在财务报告中，而财务报告构成了估价的框架，本章稍后会讨论这一点。然而，要达成这些判断并正确使用这些工具，价值投资者必须明确投资的对象应处

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于自己的能力范围之内。

能力范围中还包括了对企业管理质量的关注。对这一价值投资的重点，当下有个时髦的说法叫“公司治理”（corporate governance）。之所以注重这一点，是因为其建立了将公司的利润输送给股东或其他人的渠道。股评人常常提到的能力范围的组成部分包括采纳业界最优方法、保持最佳的董事会规模以及建立恰当的董事委员会等。

与以上这些同样重要的是要意识到，管理人员是公司治理中最重要的元素。一方面，价值投资者总是寻找那些由能力出众而又诚实的经理人管理的公司作为投资对象；另一方面，即便是最优秀的公司，其股东利益也会因糟糕的管理而受损。利用所有可获得的信息，价值投资者试图找出那些能够按投资者的利益行事的经理人。所以，除了关于公司基本面的问题以外，价值投资者还会问一些苛刻的问题，比如谁在管理公司，这些人是否能够胜任以及是否值得信赖，如果得不到关于这些问题的答案，则该潜在的投资对象很可能被排除出投资者的能力范围。

会计与能力范围

会计对价值投资来说非常关键，因此是否掌握必要的基本会计知识关系到能力范围的大小。会计是资本分配的枢纽，运用得当的会计方法可以把资本这块好钢用在刀刃上；反之，误导性的会计报告或者对报告的错误理解则会浪费宝贵的资金。价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资者把会计报告作为呈现信息的一种方式，而不是止步于信息本身；非价值投资者往往并不理解这一点。

考虑一个经典的案例。某公司的董事会需要做出关于分红的决定。该公司持有另外一家公司的股票，这笔投资的课税基础（tax basis）为3000万美元。股票当前的市值为400万美元。现在董事会决定撤出这笔投资，他们可以通过两种不同的途径做到这一点。

计划A是把该股票作为分红发放，这样做会减小公司资产负债表上的资产和所有人权益两栏的数字，而股东们实际仅分得400万美元。计划B是将股票卖掉，在账面上承受2600万美元的营收损失，但这样做会减少大概800万美元的应付税款。公司不仅可以像在计划A中那样给股东400万美元的分红，还可以将节省的800万美元税款也派发给股东。尽管计划B从经济上看更合算，但是董事会还是选择了计划A。之所以这样做是因为其断定很多市场参与者对营收数目的关注远超过对资产规模的关注，因此董事会会竭力避免因营收损失造成股价下跌。尽管受到股东们的责难，但法官倾向于认定董事会的判断是正确的，因此裁定其决议是有效的。很多时候，市场确实对形式上的东西而不是基本面有更多的反响。

这种市场偏好造成的一个后果是，在企业文化中，过多地注重对数字的装饰而不是做出合理的业务决策，这完全是本末倒置。安然公司就是这样的一个例子。安然将做出漂亮的财会数据（将财务报表中的营收数字最大化）的重要性置于产生优良

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经济效益（将股东税后可获得的现金最大化）之上。安然的风险管理政策明确地采纳了这一做法，向“会计表现而不是经济效益”倾斜。其政策中声明：

> 报告的利润应遵循会计制度和原则，其结果并不一定总是能和作为基础的经济效益相吻合。但是，公司管理层的表现一般是以账面营收而不是基本的经济效益来衡量的。因此，风险管理战略应以会计而不是经济效益为导向。

这完全是在舍本逐末，错误地把会计报告当做了目标而不是一种工具。会计本应是一种记录现实并对其进行分析的手段。会计报告本身并不是现实，而是呈现了一幅图画，使得人们可以从不同角度来进行分析。正如艺术家和批评家为作品建立的规范检验，会计报告在将复杂的现实状况简化为报表的过程中，也受到主观判断和理念的影响。因此，与业务以及公司治理知识一样，会计知识也是价值投资者能力范围的一部分（见图 3-1）。

关于这一点，有个老笑话。一个经理问他的会计：“2 + 2 等于多少？”会计回答说：“您想让它等于多少呢？”与从经理和会计口中知道答案究竟是 3 还是 4，抑或是 5 相比，更重要的是知道他们使用了什么样的规则来得出他们的答案。

当牵扯到财务问题时，与上面类似的情况就会发生，而且更加复杂。例如，应该在什么时候确认销售已经落实；应该为产品已经发货但客户却不付款的可能性预留多大的储备；如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来衡量那些用来对冲财务风险的交易。这些决定可能对投资者有利，也可能不利，而价值投资者应该了解他们打算投资的公司是如何做出决定的（第 9 ～ 11 章中将会给出更多的例子）。

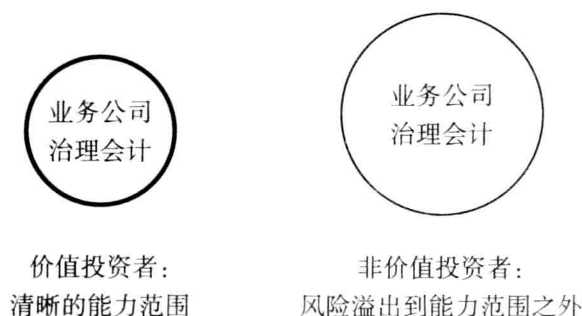


图 3-1 投资者应了解自己能力范围的边界

注：价值投资者选择投资目标的范围限定在那些自己能够理解其业务、能对其管理结构和经理人素质做出评估以及能够理解其基本会计方法的公司。与非价值投资者相比，这个范围可能偏小，但是其界限却非常清晰。换句话说，投资者能力范围的大小并不那么重要，关键是要有明确的边界。

那么怎样才算是具有了基本的会计知识呢？注册会计师（certified public accounts, CPA）是会计专家，能从根本上掌握会计原则。具备这种知识的投资者在这方面会占有优势，但这并不是必须的。价值投资者没必要做到精通，但应该具备一定会计方面的基础知识和洞察力。

投资者需要熟悉基本的图景——涉及哪些财务报告以及它们之间的关系是怎样的，在这些报告中涵盖的主要账户有哪些，会计报告的权威性如何，会计准则对会计师或管理人员主观判断有多大的容许程度，以及这些主观因素的必要性如何（还有会不会因此诱导管理人员操纵数据）？这些内容在基础会计课程中都会教授。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管会计中要涉及数据的记录、度量和综合等内容，但最关键的挑战是判断应该在什么时间以何种方式将涉及财务的业务往来进行归类。在每一个阶段，都需要做出选择。为使最终的报告对投资者具有意义，会计师会试图形成对各类事件的处理方法的标准“答案”。

通过这种方法，所有的数字甚至是利润表上最后一行数字[⊖]，都可以提供一个良好的基础，帮助我们理解一家公司和它的前一个财务周期或竞争对手相比，是表现得更好还是更糟。要做到这一点，需要颁布和使用统一的准则来处理会计过程中需要解决的各种各样的交易。这些准则形成了一套会计指导方针，被称做通用会计准则（general accepted accounting principles, GAAP）。通用会计准则的来源有很多，其中的主要准则来自会计行业领军人物之间的共识，这个组织被称做财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board, FASB）。

很多会计方面的公告背后都有长时间的分歧、谈判、争议和妥协。通用会计准则是财务会计准则委员会权衡再三后的选择，这一选择不是一个可验证的科学过程的产物。通用会计准则应该被理解成一组惯例，其目的是使企业在不同时期的财务数据具有可比性。在现实中，对同一个财务事件的处理可能有不止一个“正确的”方式。在这种情况下，财务会计准则委员会允许使用不同的方式来解决同一问题，但前提条件是采用的

⊖ 利润表上最后一行数字通常是净利润或亏损，其计算依赖于所有的营收和费用数据，并不能直接从账目中得出。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法应该已被通用会计准则所接受，且在财务报告中全面公开。

会计准则的制定者以财务会计和报告应达成的一系列目标为指引，其中包括一些非常基本的理念，如给外部人士特别是投资者提供有用的信息，包括与资产、负债和股权相关的信息，以及这些信息随时间的变化。

上述活动的最终结果是建立一个详细的系统，通过将大量的数据和各类交易归结为一组财务报告，把复杂的决策简化。通用会计准则中的一些做法常常与人们的直觉不相符，但它有其自身源自上述根本理念和基本准则的逻辑。

对这些具有启发性的原则，价值投资者并不感到陌生。会计复杂度会随着业务复杂度上升。价值投资者将所选投资对象，限制在那些自己能够理解而且有能力对其会计报告进行评估的公司。

他们还会关注会计报告产生过程中的一些特点。在将实际的经济状况转化为有用的财务报告的过程中，会计面临着非常多的挑战。在此，我们没有必要也不可能将这些挑战一一列出，但在下面章节中我们还会给出一些例子，来说明这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财务分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产负债表是关于公司历史状况的记录，可以帮助人们估测未来；利润表是关于以往表现的记录，比较容易发生变化。以上两者均不能被忽视。实际上，关于一家企业历史表现的最重要的单一衡量手段是净资产回报率（return on equity, ROE，也称股本回报率），其计算方法是以净利润除以账面价值，即以利润表中的一项内容除以资产负债表中的一项内容。这个数据的重要性在于它反映了股东投入的资本所产生的回报。

因为最终的价值来自未来的现金流，所以另外一个重要的会计报表——现金流量表也很关键。现金流量表最主要的价值在于它抵消了利润表和资产负债表准备过程中存在的可操控性。如果这三个报表都能被恰当地制作出来，再结合叙述性的解释，那么它们将一起描绘一幅关于一个公司的经营和财务状况的完整图景。

格雷厄姆喜欢在业务分析中将资产负债表作为基本的工具，再辅以利润表，即使到现在，这两个表仍然非常重要。但是，自格雷厄姆的年代以来，现金流量表已经发展得非常成熟，成为非常有用的补充信息来源。

进行价值投资需要检视一个公司的经营和财务状况，计算和解读一些财务比率可以帮助我们做到这一点，这些比率侧重于衡量公司财务的稳健程度和风险。由资产负债表开始，一家公司是否能在债务到期时具有偿还能力以及该公司如何管理它的短期资产和负债？答案可以在流动比率（current ratio）和速动比率（quick ratio）中寻找。流动比率的定义是流动资产（现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和可以在一年内转换成现金的资产，如库存和应收账款）与流动负债（一年内到期的债务，如短期票据）的比，其公式为

$$流动比率=\frac{流动资产}{流动负债}$$

格雷厄姆很重视流动比率这一指标，他坚持这个比率必须大于 2 才能保证财务状况的强健。

今天的大部分价值投资者认为最优的比率根据业务类别的不同而不同。对大部分企业来说，这个比率在 1 ～ 2 之间是比较理想的状况。流动比率低于 1，企业可能面临流动性问题；如果高于 2 则意味着效率不够高——应该考虑缩减库存、加快收取应收账款或者将现金再投资或分发出去。

速动比率将流动性较差的资产从计算中剔除，因此该比率更注重流动性，即偿付马上到期的债务的能力，其公式为

$$速动比率=\frac{现金+应收账款}{流动负债}$$

负债权益比率 (debt-to-equity ratio) 对资本结构做出了评估。该比率度量一家公司的杠杆程度，即相对于剩余股东权益，长期债务的数量是多少，其公式为

$$负债权益比率=\frac{总负债}{股权权益}$$

使用杠杆是有效的手段，但前提是要有一定的限度。所以负债权益比率在 2 ～ 3 之间是比较理想的。如果达到 8、9 甚至 10 则是危险的，特别是当公司的业务不能产生足够的现金流来定期偿付债务的时候。最优的比率会根据相对资产密度的不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而变化。

在这一点上，格雷厄姆再次态度强硬，只选取那些与当前标准相比，负债权益比率较为保守的公司作为投资对象。要检验资本结构是否是最优，价值投资者还要考虑公司的偿付比率（coverage ratio）。偿付比率是净利润与需支付的债务利息的比，应该是一个较大的倍数才合理，其公式为

$$偿付比率=\frac{净利润}{利息费用}$$

费雪强调一些定性的因素，如管理效率和一些非直接的近似的定量指标，以帮助评测。评测的指标包括库存和应收账款周转率，以及利润空间的大小。

库存周转率（inventory turnover ratio）由一定时期内售出的库存产品的成本（更正式地讲，即售出的货品的成本）与同一时期内平均库存量的比较关系得出，其公式为

$$库存周转率=\frac{销售成本}{平均库存}$$

较高的库存周转率反映了较高的管理效率。库存会增加成本，闲置的库存会进一步增加费用，而高速周转则会使其降低。

库存周转率也根据业务的不同而不同，奶制品生产商的周转率远远高于飞机制造商的周转率。问题的关键在于，一家企业跟它的同行相比是怎样的。

能够快速回笼应收款项也是管理出色的表现之一。允许客户拖欠付款实际上等于变相给予了客户资金支持，这对企业来讲是一笔没有补偿的费用。应收账款周转率（receivables

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

turnover ratio）的定义是以一定时期内赊销的收入净额除以同期平均的应收账款，其公式为

$$应收账款周转率=\frac{赊销销售额}{平均应收账款}$$

以该数字除365可求得一年内应收账款的平均周转天数。将该数字与公司的赊销付款条件以及同行的数据进行比较，就能反映出公司的管理水平。

对企业的效率来说，关键的一点是单位销售额产生的利润，这个指标被称做利润率（profit margin）。其计算方式是将运营利润除以净销售总额（扣除退货、折扣等因素后的销售额），然后乘以百分数。除去这种计算利润率的标准方法外，还有另外两种算法：一种更一般的做法被称做毛利润率，是以毛利润除以净销售总额求得；另一种更具体的做法是以净利润除以净销售总额，这样求得的利润率被称做净利润率。不同行业之间的利润率相差是非常大的。例如，汽车行业和银行业的平均利润率比起计算机、制药和食品行业来说是非常低的，前者一般低于10%，而后者一般高于40%，如微软。

利润率反映了一家企业是否具有特许权特征。高利润率意味着企业可以提高产品售价而不至于对销售造成负面影响，这种定价权是一种特许权的表现。要保护这种特权，可以通过建立比对手更加出色的配售渠道、更高的品牌认知度、产品的独特性以及另外一些价值属性来达到目的。

回报对价值投资来说是至关重要的结果：从交给公司的管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

层打理的股权、资产和投资中获得怎样的收益。这其中最重要的也是衡量价值投资效果优劣的指标就是净资产回报率。在后面的章节中我们将看到，这一指标会揭示关于一家公司是否拥有特许权价值以及业务的成长是否使公司的价值增加的重要线索。

净资产回报率（return on equity, ROE）由公司的净利润除以股东持有的资本得出，其公式为

$$净资产回报率=\frac{净利润}{平均股权权益}$$

股东资本等于资产总和减去总负债。如果一家公司以 1 000 万美元的股东资本获得了 100 万美元的利润，则其净资产回报率为 10%。

投资回报率（return on investment, ROI）是企业的净利润除以股东资本和由长期（超过一年）借贷提供的资本的和，其公式为

$$投资回报率=\frac{净利润}{平均股权权益+长期负债}$$

如果一家公司的管理层认为，公司通过借贷产生的资本回报高于借贷的费用，则公司通常会通过借贷而不是发行股票来融资。

假设一家股东持股 1 亿美元的公司，借入 5 000 万美元长期债务，并在这些资本的基础上产生 1 500 万美元的利润，则该公司的投资回报率为 10%（1 500 万美元 /15 000 万美元）。但通过债务杠杆，公司实现了以 1 亿美元净资产产生 1 500 万美元回报的业绩，因此净资产回报率为 15%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过借贷来提高净资产回报率是一种常用的手段，但这并不是一种必需的手段。有些公司可以在运营中收入足够的现金来产生高的净资产回报率，这比通过借贷的方式节省成本。这样的公司对价值投资者来说特别具有吸引力，因为这显示了公司的特许权价值和相对较低的业务风险。

资产回报率（return on assets, ROA）是一家公司基于其全部资源实现的盈利，这里全部的资源不仅包括股东权益和长期债务，同时还包括通过有效管理运营资金可调动的短期资源，其公式为

$$资产回报率=\frac{净利润}{平均资产}$$

一家公司可以通过寻找短期、低利率贷款，或以信用赊购商品再转卖获取现金的方式，以较低的成本甚至无成本，达到增加可用资产的目的。这些资产产生的附加收益，将会提高净资产回报率和投资回报率。

假设一家企业在一年内始终维持2000万美元的短期债务（通过偿还到期债务然后重新借贷的方式不断滚动），以这种方式每年可以增加200万美元收入。如果这家公司的股东权益为1亿美元，长期负债为5000万美元，加上2000万美元的短期负债，净收入为1700万美元，则资产回报率为10%（1700美元/1 7000美元）。通过这种方式可以将投资回报率提升到11.3%（1700美元/1 5000美元），将净资产回报率提升到17%（1700美元/10 000美元）。

由此我们可以看出，资产回报率是衡量公司表现的最严格的标准，因为它反映了所有管理层可以调动的资源所产生的效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益。只要能够产生高的资产回报率，投资回报率和净资产回报率就会跟着水涨船高（有些分析师会将净资产回报率除以资产回报率得出公司的“财务杠杆指数”）。要得到高资产回报率，就要从尽量少的资产中获取更多的收益。

一些价值投资者使用一个复杂的公式来测量净资产回报率。一种计算方法是将其作为利润、产出率和资本结构的乘积，相乘的三个因子分别是：（a）利润和销售额的比值；（b）销售额和资产的比值；（c）资产和股权（净资产）的比值。采用这种展开公式是为了说明驱动净资产回报率的因素：更高的利润率产生更高的资产回报率，而更高的资产回报率会带来更高的净资产回报率。因此，这些驱动因素值得投资者仔细检视。

要掌握一家公司财务状况的全面图景，需要对公司的利润表和现金流进行对比。一个有用的例子是收益质量，该指标由营业活动产生的现金流除以营业收入得出，它显示了多大比例的收入转变为现金。

另一个同样有效的指标是将年折旧费用和资本性支出作比对。折旧费用是一个会计概念，用于匹配固定资产的原始费用和其将来产生收入的能力，这样做的结果是得出一个非现金支出。一些分析师假设折旧费用是可以被忽略的，这实际上是错误的。折旧费用是一个衡量为满足未来资本投入要求，而需要投放的现金数量的非常有用的近似。因此，要得出关于一家企业状况的完整图景，需要将折旧费用和未来资本需求关联起来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（第6章中会更多地讨论这一问题）。

价值投资者一般会评估企业连续多年的财务报表。格雷厄姆常常回顾很多企业10年甚至更长时间的数据。至少回顾5年的历史数据是明智的。在检视历史数据时，要考虑各个指标在这相当长的一段时间里是如何变化的，这样做可以更准确地揭示公司长期的优势和劣势。

在较短的时期内，经济过热和管理层的不诚实可以产生扭曲长期实际情况的会计数据。任何人都不能确认上一年或者过去任何时候的表现是否会重现，但是回望的历史越长，用来预测未来趋势的数据就会越可靠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



复利原则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资者喜欢通过复利的力量在长期产生的高回报。表5-1中显示了其中的要点（为方便说明，数字均取整数）。这里描述的是1 000美元在不同回报假设和时间期限下的终值。

表5-1 复利——期限越长收益越高 （单位：美元）

1 000美元的终值（按年复利；复利频率越高终值越高）					
	1年	5年	10年	20年	40年
5%	1 050	1 275	1 600	2 650	7 000
10%	1 100	1 600	2 600	6 700	45 000
15%	1 150	2 000	4 050	16 400	268 000
20%	1 200	2 500	6 200	38 300	1 500 000
25%	1 250	3 050	9 300	86 700	7 500 000

时间期限本身值得重视。给定某个回报率，总额会随着时间呈几何级数增长。先看第一行，年回报率为5%，从1 000美元增长到7 000美元需要40年，这大概是一个人一生的投资。这可不是无关紧要的。10多年间，总额差不多增长了1倍，而到20年的时候，基本达到原来的3倍。

另一个同等重要的是不同的回报率。对任何给定的期限，总额会按回报率增长呈几何级数增长。对于1年的期限，不同回报率产生的不同结果就是回报率本身的定义——一个25%的回报率产生的增长是一个5%的回报率的5倍（1 250美元对1 050美元）；对于10年的期限，25%回报率产生的结果是5%回报率的6倍（9 300美元对1 600美元）。

将时间跨度和回报率结合在一起会产生惊人结果。在人一生的投资中（假设为40年），25%回报率和5%回报率产生的不同结果是令人难以置信的：750万美元对7 000美元；在40年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间，1 000 美元的初始投资以 15% 的回报率复利，会产生 26.8 万美元的收益，这是一笔可观的财富；即便是 10 年间以 10% 速度增长，总额也会达到原来的近 3 倍（2 600 美元）。

将时间跨度和回报率结合在一起还可以揭示复利的速度。10% 的回报率在 10 年间会使投资总额增加超过一倍，而 20% 的回报率会使投资在 5 年内增长超过一倍。表 5-1 显示 15% 的回报率会使投资在 5 年间恰好翻倍（表中显示的是四舍五入后的结果，实际的结果要比一倍还多）。

因此，有如下的经验法则：投资总额在回报率和投资期限的乘积大致为 72 时会翻倍，这一法则被称做"72 法则"。通过这一法则：（a）在给定某一回报率时，可以近似求出必要的投资期限；（b）在给定某一投资期限时，可以近似求出必要的投资回报率。因此，如果要求投资总额在 8 年内翻倍，需要每年 9% 左右的回报率（8 × 9 = 72）；如果投资回报率为每年 6%，需要 12 年才可以将总额翻一番（6 × 12 = 72）。表 5-2 对这种关系有更加全面的阐述。

表 5-2 投资翻倍所需的期限

24	•									
18		•								
14			•							
12				•						
10					•					
9						•				
8							•			
7								•		
6									•	
5										•
	3	4	5.1	6	7.2	8	9	10.2	12	14.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“72 法则”是一个经验法则。例如，如果投资的期限为 1 年，这个法则就没有用武之地（要使投资在 1 年内翻番，所需年化投资回报率为 100%，期限和回报率的乘积是 100）。对其他期限，它也仅能提供近似的结果。假设你的投资在 5 年内翻了一番（假设你以 25 万美元的现金价格买入了一处房产，5 年后你以 50 万美元现金的价格将其卖出），使用“72 法则”得出的年化回报率为 14.4%（5 × 14.4 = 72），但严格计算的实际结果是 14.87%。图 5-1 中给出了正式的计算结果。

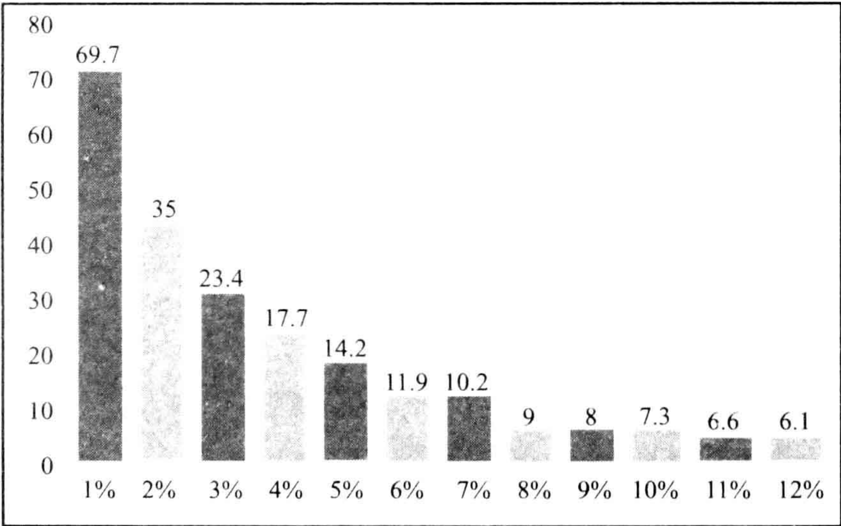


图 5-1 正式的计算结果

因为你花了 5 年时间，而不是仅用 1 年时间才将投资翻倍，所以如果你得出投资回报是 100% 的结论，那么这个结论是有误导性的。同样，如果是把 100 简单地除以 5，得出年化回报率是 20% 的结论也是不准确的（这样做得出的回报率被称为算术回报率，其不能反映复利的作用）。用正式的公式或由“72 法则”求出的回报率被称做几何回报率，该回报率可以捕捉到复利的力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量[很多人将其称做复合年均增长率(compound annual growth rate，CAGR)]。

“72法则”和表5-1中显示的数据都是基于按年复利的假设，更高的复利频率意味着更高的未来价值，长期的效果会非常显著。例如，以1 000美元开始，如果回报率为25%，投资40年，按月复利的结果是2 000万美元，而按年复利只有750万美元。我们还可以看一个更具现实意义、不那么极端的例子：以1 000美元为例，回报率为15%，投资10年，按月复利的最终收益会比按年复利的最终收益高10%。

复利的好处和“72 法则”实际上源自资金的时间价值。人们常说，手中的一元钱比将来的一元钱更值钱，用于计算其中差异的过程被称做折现。这个过程很直观，数学上也很简单。如果你在银行户头存入 1 美元，年利率是 8%，则 1 年后你的存款会增长到 1.08 美元。也就是说，1 年后的 1.08 美元等价于现在的 1 美元。其中的计算方法是 $\$1\times(1+0.08)=\$1.08$，以及 $\$1.08/(1+0.08)=\$1$。类似地，今天的 0.93 美元在 1 年后会变成 1 美元，也就是 1 年后的 1 美元在今天价值 0.93 美元。

其中的关系很清楚：手中持有的 1 美元的价值按照利率增长；未来 1 美元的应收款的现值会按折现率缩水。其中的不同，一部分源于通货膨胀，另一部分原因是，要让投资人愿意提供手中的现金，就必须在将来对他们进行补偿。

更进一步，将 1 美元连续复利 2 年，收入会以几何倍数增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，其计算方法是 \$1×（1+0.08）×（1+0.08）=\$1.164（而不仅仅是 1.16 美元）。反过来说，2 年后 1 美元 \$ 应收款的现值也应呈几何倍数缩小：\$1/[（1+0.08）×（1+0.08）]=\$0.857。

所以，我们获得未来收入的等待时间越长，则收入的现值就越低。对提供资金的投资者来说，这种差异的幅度就是投资回报率，而对接受资金的企业来说，这就是资本成本。

上述计算过程可以用一般的数学符号表达出来

$$PV=\$1\times\left(\frac{1}{1+R}\right)^t$$

式中，1 美元的现值（PV）等于 1 美元乘以一个折现因子，而这个因子等于 1 除以 1 加上利率（R）的 t 次方，其中的 t 是收到未来收入的年限。

公式可以进一步简化为

$$PV=\frac{\$1}{(1+R)^t}$$

这一公式可以用来计算任何形式的未来现金流的现值，无论现金流来自债券、股票、版税和专利授权或是其他资产。考虑一个面值为 1 000 美元的债券的例子，债券付息 10 年，到期后返还 100% 的面值。假设每年支付的券息是 80 美元，折现率为 8%（这两个假设表明，该债券是以票面价值卖出的，也就是说，债券支付的利息等于贴现率）。

对债券每年支付的券息，都要应用一个折现率。从第 1 ～ 9 年，持有人每年收到 80 美元的券息，第 10 年则会收到 1 080 美元。按上文中所述，第 1 年收到的利息要按（1/1.08）折现，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是乘以一个 0.93 的折现率，得到的券息的现值为 74.07 美元。第 2 年的券息要按 1/（1.08 × 1.08）折现，也就是 0.86 的折现率，所以第 2 年收到的券息的现值为 68.59 美元。以此类推，将每一年的现金流折现并相加，得到的值恰好为 1 000 美元。

在到期前，债券的价值会随着类似金融产品支付利息的变化而变化。例如，如果类似产品的利息增加到 9%，则未来现金流就应该以这个新的利率贴现，重新估值。这样做的结果是未来现金流的现值会减小，因此债券的价值也会减小。这里的直观逻辑是，你可以用另外一个投资产生 9% 的回报率，所以相对较低的 8% 回报率的投资的价值就减少了。

当利率上升时，债券的价格会下降，投资者愿意为债券支付的价格不会高于债券未来产生的现金流以适当折现率折现后的现值。投资产生的现金流的现值与投资者为这笔投资支付的价格之差就是投资的净现值。

理性的投资者从来不会将资金花费在净价值为负的资产上。在完善的经济市场上，资产买卖的价格总是应该保证该资产的净价值为零。在对投资进行估价时，关键点在于价值投资者只会买入净现值为正的资产，除此以外，不会考虑任何其他的东西。

能以使资产的净现值等于零的价格进行投资的投资者会收获市场回报率，而那些能够找到净现值为正的投资者则会占据优势。由此产生的回报差异展示了将复利的力量和成功的价值投资策略相结合，会产生怎样惊人的结果。

假设市场回报率是 10%，这也就是总以净现值为零的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行买卖的投资者所期望的回报率。表 5-3 显示了高低不同的回报率产生的收益情况，其中市场回报率处于中间的位置。市场回报率下方的 5 行表明，投资者通过各个期限上更高的复合年回报率，可以获得呈递增趋势的优势，而市场回报率上方的情况正好相反（为更好地说明情况，表中的数据同样进行了规整）。

表 5-3　打败市场或被市场打败

	1 年	5 年	10 年	20 年	40 年
0	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
2%	1 020	1 100	1 220	1 500	2 200
4%	1 040	1 200	1 480	2 200	4 800
6%	1 060	1 350	1 790	3 200	10 300
8%	1 080	1 500	2 160	4 700	21 700
10%	1 100	1 600	2 600	6 700	45 000
12%	1 120	1 800	3 100	9 600	93 000
14%	1 140	1 925	3 700	13 700	189 000
16%	1 160	2 100	4 400	19 500	379 000
18%	1 180	2 300	5 200	27 400	750 000
20%	1 200	2 500	6 200	38 300	1500 000

能够以市场回报率买卖资产并不算坏，但是如果低于这一回报率，则后果是破坏性的。如果能够超出这一回报率，哪怕只是看上去并不起眼的一小段，如 2%，也会产生巨大的价值。对 10 年的投资期限来说，如果能稳定地获取高于市场收益率 2% 的收益率，则总的收益会超过市场收益率 10% 以上。这些令人不能小觑的差异是吸引价值投资者最重要的因素之一，也是价值投资能够成功的重要原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值的度量手段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何资产（包括股票、债券、企业本身或者任何其他形式）的价值都是资产寿命期内，在合理预期下可产生的未来现金流（包括现金流入和现金流出）以适当折现率折现后的一个函数。债券的价值是最容易估算的。标准的债券都有指定的利率和到期日，两者的组合定义了预期的现金流和适当的折现率。普通股票没有固定的券息，而且没有期限，因此要对其估值，分析师必须对现金流和折现率两个因素都进行估计。另外一个重要的不同是一些定性的因素，如管理层的廉洁程度和能力，对普通股票的价值有直接影响，但对债券价值的影响是有限的。

在选择投资对象时，价值投资者会选择那些被价值分析师认为是最便宜的。价值分析师在估值时会全面考虑所有的业务因素，包括财务状况、业务的相对增长和营收的稳定性。价值估算一经完成，就不会再对这些因素进行任何额外的考虑。

寻找理想的投资前景，只需要评估最有可能成为价值竞赛赢家的那一组公司，这些公司最能够从附加的资本投入中获取相对于资本成本的高额回报率。与此同时，应避免投资那些依赖额外资本投入，相对于资本成本只能产生负回报率的公司。前一组公司的数量远远少于后者。

将估值公式应用于这组公司是困难的，而且还有犯错误的风险。为减小风险，价值投资依靠一个关键的纪律性约束：安全边际。其要求是，永远不要买入价格和估值近似或更高的投资。如果投资者犯错，就会遭受损失，但如果投资者坚持以远低于估值的价格进行投资，即便投资最后被证明是错的，投资者也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以减少损失，甚至有可能避免遭受损失。

虽然所有的投资者都同意内含价值是资产给其所有者带来的现金收入的现值，但大家对评估未来现金流和相关折现率所涉及的因素有很大分歧。关于现金流的争议，在于哪些数据能可靠地反映其价值。现金流是关于未来的图景，而要预测未来，唯一的手段是要先理解过去。

那么众多的历史指标中哪些对评估企业未来的表现是最重要的呢？候选因素中包括过去的现金流本身、最近的营收记录以及现有的资产和负债水平。即便在著名的价值投资者中，对那些对估值最有价值的指标的强调程度也不一样，但所有人都认为，按照重要程度排序，以下方面是分析师需要注意的：资产负债表、利润表和现金流量表。

资产负债表：运营中的资产

纯粹的价值投资开始于对资产负债表的分析。资产负债表列出了公司的资产和负债，并核算出二者的差，即公司的账面价值。三个主要指标可以从中进一步得出：净资产价值、清算价值和再生产成本。在一些领域，我们所处经济环境的发展已经超出了现有的会计制度所能反映的情况，以至于很大一块有价值的无形资产不能统计在资产负债表的资产一列中。这样的例子包括知识产权（版权、专利和商标）以及人力资本（训练有素的员工队伍、技术诀窍和专业技能）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无论如何，价值投资要求对资产负债表进行分析。最保守的价值投资策略是只看流动资产减去所有负债，然后估计公司的价值，格雷厄姆把这称做著名的净—净运营资本（net-net working capital）。然而，这种方法有些不太实用，因为今天仅有很少企业的流动资产是大于所有负债的。

尽管如此，格雷厄姆和价值投资的一个基本观念还是有效的：关注流动资产的一个原因是数据的可靠性。流动资产是所有财务数据中最可靠的。估值数据会在下述情况下变得越来越不可靠：（a）在资产负债表中，沿现金往下，到长期流动资产再到长期资产；（b）在利润表中自上而下；（c）现金流量表。

对估值来说，资产负债表数据正变得不如以前那样可靠，其中的原因是表中的项目变得越来越和公司或者行业自身的特殊性有关。

- 任何公司都可以使用现金，所以持有现金的价值无论对谁都是一样的。
- 应收账款通常来说由销售方来催收更为容易，但是应收账款可以转让或者卖掉，而买家可以得到原来销售方的大部分收入（在纺织品行业中常见的保付代理业务就是这种方式的一个例子）。
- 一家公司的库存只对同业或类似行业的销售商或制造商有用。
- 物业、工厂和装备即便对同业者来说，也都是很难兼容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，其流动性可能很差。

➢ 商誉完全是针对特定企业的（其他无形资产，如商标、专利和版权一般来说不出现在资产负债表中）。

清算价值是指如果公司变卖所有资产，并清偿所有负债后剩余的净金额。估算公司的清算价值时，大部分资产的价格会被低估，而负债的价值维持面值。现金和证券会以面值价格计算。应收账款只需较小的减计（一般是15%～25%），库存减计的幅度会很大（可能是50%～75%），固定资产的减计幅度至少和库存一样。商誉价值基本会被全部忽略，大部分的无形资产和已付费用也会作类似处理。

清算后剩下的就是股东们可以分到的。这种估值方法适用于那些正被解散的公司，它不考虑资源综合配置带来的价值增加，因此该方法在对持续经营的企业估值上的作用有限。

对持续经营的企业，存在三种估值方法。格雷厄姆所用是最严格的，只考虑流动资本，并把所有负债从中扣除。如果所要投资的对象同意以低于该数额的价格出卖，则投资人可以获得一个非常可观的安全边际，但这种情况在今天可能比长牙的母鸡还要难找。

另外一种方法是采用账面价值，纯粹而简单。也就是说，如果能够以等于或低于其总资产与总负债之间差额的价格（或者是经换算后的股票价格）买入一家公司，那么投资者仍可能得到一个让人满意的安全边际。尽管这样的机会在当代的美国确实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在，但却不多见。另外，对公布的数字，价值投资者也倾向于持怀疑态度，这也就解释了为什么要有第三种估值方法，这种方法被称为重置成本法。

在关于资产负债表的重置成本法估值中，基本的概念是，要对一个持续经营的企业进行估值，可以考虑如果以目前成本，完全新建一个类似企业需要多大的成本，也就是重置价值。投资对象拥有的其他资源和背负的债务要另行评估，并相互冲抵。现金、证券、应收账款和库存可以面值计算，已付费用也可作类似处理。

对应收账款应通过坏账备抵的方式保留足够的储备金；同时，库存既不能被高估（例如，应考虑产品的有效期，过期产品不能再销售，因此没有价值），也不能被低估（例如，因为通货膨胀，库存产品的实际售价相对已经入账的成本可能会更高）。为确保数据准确，进行适当的调查是有必要的。

固定资产的价值应参照账面上的历史价格（折旧后的净价格），根据目前的市场状况进行调整。会计商誉仍然作为一类基本不对价值产生贡献的资产。

除了那些出现在一家持续经营的企业资产负债表上的资产外，在通用会计准则下，还有很多有价资源是不出现在表上的，这些被称为隐藏资产，其中包括品牌形象、产品质量、工艺诀窍、员工培训和特殊的生产和配送安排。

例如，如果一家新企业想要复制现有的企业，也许需要对研发进行投入。这个费用的确切数额是难以估计的。一个比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合乎逻辑的算法是，估计一下研发出来的产品的大概寿命，然后再乘以目标企业平均的年研发投入。例如，对专利药物来说，产品的专利保护期一般是17年，所以如果制药企业每年花费年收入的5%用于研发专利产品，则研发费用在估值中要占目前收入的85%左右。

类似的做法可以用来估计客户关系的价值。客户关系需要花费时间和资源去建立，其价值可通过将目标企业的年销售和管理支出乘以一个因子来计算——一般来说得出的值会相当于1～3年的费用。其他的无形资产也可以另行计算，如政府牌照、特许权协议和其他根据标准会计准则没有出现在资产负债表上的珍贵资源。

在以重置成本法对一个持续经营企业进行估值时，企业的负债会以面值从估值中减除。然而，对某些类型的义务，如延迟税款或意外开支，需要分析师的主观判断。新建一家企业可能并不需要承担这些义务，如果确实如此，则这些负担可以被免除。然而，企业的债务应该从价值中减除，减除的数量应该是其账面余额或其市场价格二者之间的较高者。

资产负债表分析包含对负债水平的分析，以及确定是否所有的负债都已被恰当地入账。更加审慎的分析还包括检查随时间推移出现的账面折旧以及资本再投资水平，其中前者是后者的近似。因为这只是一种近似，所以我们必须通过测算才能明确实际需要的再投资是应多于还是少于账面的折旧费用。

资产负债表分析得出的数字是估值的基础。一家公司的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值至少等于其总资产减去总负债的净额。该公司是否还值更多，取决于其利用竞争优势、发挥资产的杠杆作用、为竞争对手构筑进入市场的壁垒、从而将它们排除在外的能力。

利润表的价值：盈余的作用

企业能否成功地利用资产杠杆反映在其利润表中。利润表中报告了企业营收和费用的差额，从而提供了有关企业表现的一个重要衡量手段。利润表并不提供关于现金流的情况，因为在通用会计准则下，会计报告使用的是应计法而不是现金法。

在应计会计制度下，经济活动的记录是根据收入和费用之间的关系，而不是现金流入和流出的时间。这并不是会计传统本身的特性，而是会计制度目标的反映，这个目标就是对业务事件的度量和匹配应能反映经济的实况。那些捕捉了非现金成本的应计条目反映出未来的现金消耗。

纯粹的价值投资者（格雷厄姆和多德）相信（经以下所述方式调整过的）现时盈余是反映一家公司长期可持续现金流最可靠的指标。更进一步地，纯粹的价值投资者相信，使用现时盈余作为估值手段最可靠的做法是，假设盈余在将来会是一个等于目前水平的常数，而不是按照预计增长。

这里的计算很简单。基于目前盈余水平的估值等于现时盈余除以公司目前的资本成本（也就是 $V=E/k$）。这一做法的优点是简单可靠：两个数据都是已知的或者可以被可靠地估计出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈余是已知的，资本成本是公司的债务和股权成本的加权平均（前者的计算很简单；后者需要用到一些第7章中介绍的估计方法）。简单是因为投资者不需要考虑增长率，这里假设是没有增长。

除了要估计股权资本的成本外，基于盈余的估值还要依靠一些对会计报表的判断，以确定当前的盈余数字是真实可靠的。这样做可能会导致对报告的数据进行一些修正，以使现时盈余数据能够对公司长期可持续的现金流提供最准确的估计。

需要对现时盈余做出调整的一个理由是由于一次性费用引起的失真。有时公司会把影响可能会持续几年的坏消息作为一次性的损失入账，从而将其结果当做一个不会再现的插曲。要对这种情况进行修正需要将"一次性"的费用重新摊销到多个时段，并对当前年度的盈余进行相应调整。

需要对现时盈余做出调整的其他原因还包括按会计原则分配的非现金费用，如折旧费用和摊销。计入这些费用是为了近似计算一家公司的资本资产离其寿命期结束还有多远，而这些资产寿命耗尽后也必须重置。重置这些资产时需要重新投资的数额往往会超出会计报表中给出的数量。

如果当年的表现因为重大经济原因与常年相差太大，也可对现时盈余进行调整；如果目前的年份对公司来说是处于一个周期的下降沿，可以根据前几年的盈余水平将现时盈余向上修正；如果是处于公司本身或者整个行业的扩张期，则应向相反的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向调整。

价值投资应避免采纳那些预计财务数据（pro forma，或译做“模拟财务数据”），这些数字反映的是公司在各种假设之下的表现，而不是真实财务报表所呈现的。虽然这些数据在某些情况下可能有用，比如如果能提早几年完成一笔刚刚完成的收购，公司的情况是不是会更好，但在其他情况下，它们并不能提供有用信息。这些虚拟的数据是财务报告中最不可靠的，不能产生准确的估值。

对价值投资者来说，同样可疑的是基于现时或历史盈余外推得出的未来盈余的预期。与成长型投资策略的极端支持者不同，价值投资者将经过上述方法调整过的现时盈余作为对未来可持续的现金流的估计。拒绝采纳预期的和不可知的盈余增长的原因在于，如果没有持续有效的竞争优势或为竞争对手设置进入壁垒的能力，增长也就没有太多的价值可言。

如果新的企业能进入某一企业从事的行业，并具备同等竞争力，其结果是该企业的回报会被逐渐压缩到等于成本的地步——盈利增加变得不可持续，因此增长也就没有意义。增加销售意味着企业的资产也要相应增长。增加资产需要资本投入，而资本本身是有成本的。如果行业内的竞争者不断增加，这个循环没有出路（除非是因为暂时的幸运，而价值投资者是不会因此而多付钱的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特许权价值

纯粹的价值投资者反对基于成长预测的估值的另一个原因是，成长的潜在价值可借助其他不需要估测的会计工具来确定。这涉及比较通过盈利得出和通过资产得出的估值。

有三种可能的情况：二者的价值相等，或者一方的估值比另一方更高。当二者相同时，增长不会带来任何价值；如果资产的价值高于盈利的价值，说明管理层对资产的配置不是最优的，这可能是因为管理层本身的能力不足或是行业产能过剩。这都不会产生价值。

当盈利价值超出资产价值时，说明企业能够建立竞争优势或者为竞争对手设置进入壁垒，这些线索表明成长的潜在价值，也说明公司拥有特许权价值。特许权价值的一个衡量手段就是盈利价值超出资产价值的幅度，净资产回报率就是其表现形式。拥有这样的经济商誉的公司就是价值投资者寻找的目标。

拥有特许权的公司能够有效地为对手设置进入壁垒，并保持自己的竞争优势，使得试图进入同行业的新的潜在对手望而却步。令竞争对手难以匹敌的强大的品牌有助于实现这一点。这样的例子包括那些至少在某一时期成为整个行业象征的品牌，如可口可乐、舒洁（Kleenex，著名纸制品公司）、胡佛（Hoover，20世纪英国著名的吸尘器制造商）、哈雷－戴维森（Harley-Davidson，著名的摩托车厂商）等。

能够产生特许权价值的做法包括专利保护、排他性的许可、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独特的工艺以及秘密的配方等。一般来说，巨大的初始固定投入也会有帮助。表现出特许权价值的企业一般都具有以下的共性：如果客户舍弃该企业而选择竞争对手的产品，会面临巨大的成本；如果客户要选择其他替代方案，也会面临巨大成本；客户的习惯能够使其保持对产品的忠诚度。

妨碍一家企业拥有特许权力量的不利因素是那些竞争对手可以避免的限制，如工会力量、不利的销售协议或者面临变化时有限的适应能力等。

成长的价值

成长是有代价的，这个代价就是支持增长所需的额外资本的成本。只有当额外成本产生的回报大于成本本身时，成长才有意义。我们可以从布鲁斯·格林沃尔德（Bruce Greenwald）关于价值投资的详细著作中选取一个例子。

假设某企业的盈利是32美元。某分析师认为如果要实现10%的增长，需付出20美元的成本。我们要么一直选择赚取32美元；要么一直选择仅赚12美元，但有10%的增长。哪个选项更好呢？是选择增长还是不增长呢？答案取决于资本的成本。

使用下面的标准价值计算公式

$$V=\frac{D_1}{k-g}$$

该公式是我们讨论现时盈余时提到过的公式的变型，只不过从分母中减掉了增长率 g。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回到我们要比较的例子，假设 $k=20\%$，$g=0$ 或 10%，则

$$(a)\ V=\frac{32}{0.20-0}=\$160$$

$$(b)\ V=\frac{12}{0.20-0.10}=\$120$$

当资本成本为 20% 时，选择一直赚取 32 美元比选择一直赚取 12 美元以换取 10% 的增长更有利。所以当资本成本超过资本回报时，成长实际上是在降低价值。

现在假设 $k=14\%$，则

$$(a)\ V=\frac{32}{0.14-0}=\$229$$

$$(b)\ V=\frac{12}{0.14-0.10}=\$300$$

当资本成本为 14% 时，选择一直赚取 32 美元，不如选择赚取 12 美元以换取 10% 增长。因此，当资本回报超出资本成本时，成长就会带来价值。

最后，假设 $k=16\%$，则

$$(a)\ V=\frac{32}{0.16-0}=\$200$$

$$(b)\ V=\frac{12}{0.16-0.10}=\$200$$

当资本回报等于资本成本时，成长对价值来说是中性的。

上面的例子说明了非常重要的一点：当资本成本等于资本回报时，不管成长本身有多大还是多小，它既不会带来价值的增加，也不会造成价值的减少。其中的原因很直观：如果为公司投入新资本的投资者要求获得与其投入资本相同比例的回报，则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对公司原有的投资者来说，没有任何额外的回报可提供给他们。

兜了一圈回来，成长不是没有代价的。如果一家公司能够以低于回报的成本吸引资金，成长就会增加公司的价值；如果吸引的资金的成本高于其回报，成长反而造成价值降低；如果资金的成本和回报是相同的，成长对于价值来说是中性的。

只有第一类的公司能够拥有特许权价值，而能保证资本回报高于资本成本的唯一途径是将竞争对手排除在外。如果有竞争对手进入，资本成本和回报会很快相等（更糟糕的是资本成本可能会超过回报）。

在回过头去检视基于现金流的估值方法前，我们要注意图6-1中表明的两点：（1）资产驱动了盈利和现金流；（2）从分析的角度，资产比其他两者都重要。对第一点，对大部分公司来说，资产价值会超过盈利，那些盈利超过资产的公司拥有特许权特征，这意味着公司可以持久地保持高净资产回报率。对第二点，数据的可靠性是不同的。对估值来说，资产负债表上的数据往往是最可靠的，然后是和现实盈利有关的利润表。恰当估算的现金流往往会小于盈利，尽管现在很多分析师会得出相反的结论，因为他们忽略了营收中非常重要的非现金费用，如资产折旧。

现金流折现分析：很强的主观性

价值投资强调资产负债表和利润表的原因是，仅依赖现金流量表可能过于简单，容易被假象迷惑。现金流本身可以掩饰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的度量指标。实际上现金并不是一切。的确，现金流对价值有贡献，但是现金流中的某些部分需要作为资本来源的一部分进行再投资，以保证公司的持续运作。因此，对净收入按非现金支出进行调整以得出一个现金流数字只是第一步。第二步是按所预计的未来的资本开销，对该数字进行进一步的调整。

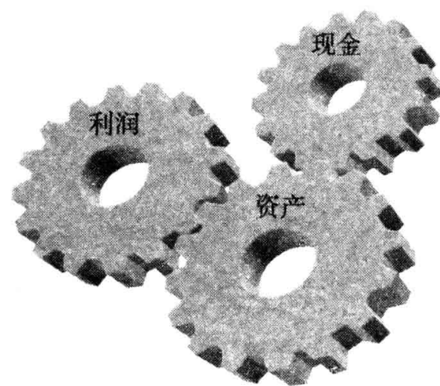


图 6-1　价值的驱动因素

假设某公司的净收入是 100 万美元。为获得这个回报所付出的费用中包含 20 万美元的净非现金支出，因此现金流是 120 万美元。这只是第一步。接下来，公司必须对这个数字进行调整，以反映未来公司为维护不动产、厂房、设备以保持公司的生产率而需要付出的现金。假设这个数字是 10 万美元或 30 万美元。相应地，调整后的现金流分别是 90 万美或 110 万美元。这就是现金流的最低限，我们可称其为可支配现金流（巴菲特称其为所有人收益，因此这些收入可全部流向普通股）。

很多时候分析师忽略了这个对可能的再投资支出作调整的步骤。对这些分析师来说，仅依照净收入数字获得的结果反而可能更准确，因为将非现金支出从盈利中扣除的目的也是为了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近似地估计将来必要的再投资的影响。在这个例子中，账面上分配出来的20万美元非现金支出，也许就是对10万美元或30万美元的必要再投资的一个合理估计，但把这个数字考虑在内是价值投资的重要一环。

尽管现金流存在上面提到的这些问题，当代最流行的估值方法还是纯粹而简单地强调现金流，这一方法被称做现金流折现（DFC）分析法。而要使用这一方法，分析师必须做出很多决定。

现金流可以用不同的方法来度量。一个重要的例子是营业收入（扣除税务和利息费用前的收入，被称做EBIT）和营业收入加上折旧和摊销造成的非现金支出（被称做EBITDA）。现金流折现方法的支持者很少采用会计驱动的指标，如营业收入。

一旦采用上述方法定义现金流后，就可以采用现金流折现法来对其进行一般是5～10年的中期估值。估值需要检查一系列和企业表现有关的变量，这些变量驱动了现金流，其中包括产品销售量、利润率和为业务需要所花费的资本性支出。现金流被预估出来后，参照公司在该时间段内的资本成本，确定折现率，将每年估计的现金流折现。最后，将各年折现的结果相加就得到公司5～10年内的大概价值。

对超出中期的现金流，需要有一个额外的步骤，以一个恒定的比率计算未来无限期的现金。一般的做法是把所估计的最后一年的现金流乘以一个因子，得出一个永继数量。这个因子由给定时间段内设定的增长率和相应资本成本的关系决定，其值等于1除以二者之间的差。所以，如果资本成本等于10%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而增长率为 5%，那么这个因子就等于 20[1/(10%−5%)]。

计算所需的数学简练、容易，看上去很科学，并且好像很客观，但实际上原始的数据是估计的，虽然简单，却需要加工，实际上是主观的。再强调一下其中的主角：预估的 5 ～ 10 年内的现金流、永继现金流，10 年开外的折现率和在此基础上的增长率。

现金流的估计和折现的过程中应刻意考虑未来的风险，包含对手的竞争、技术和专利过期、政府管制解除、全球化以及其他不利条件的影响。这就需要仔细检视诸如销售、利润率、资本性开销等因素。一般来说，折现率应能包含长期金融市场上资本的成本、投资者对企业所发行证券的热衷程度，以及所有类似的基础风险（我们会在第 7 章中仔细讨论这个问题）。

但是根据其定义，所有这些变量都是未知、不确定和难以量化的。另外，在上文给出的数学公式中，哪怕是对假设值很小的改变，都会对最终估值产生很大影响。在这一模型中，估值结果中所占比重最大的是 5 ～ 10 年后的永继价值，其值是假设的增长率和资本成本的函数。在我们的例子中，分别假设为 5% 和 10%，得出的乘积因子是 20。对这些假设稍作改变，结果会有很大的不同。

即便如此，现金流折现法仍是当今最流行的估值方法。有些价值投资者也会使用这种方法，或至少是部分地使用该方法，另外一些则完全避免采用该方法，但这些价值投资者都会采用比现金流更加可靠的盈余估计方法来对价值进行估价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



折　现　率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不论是采用现时盈利还是更复杂的现金流折现方法，选择恰当的折现率（或资本成本）对计算现值都是必须的。折现率必须反映资金的时间价值以及和企业自身情况相关的特殊风险。股权比债权风险更大，所以对一家企业采用的折现率应该高于该企业发行的正在流通的债券的折现率，而困难在于确定应该高出多少。

从概念上说，可将折现率当做一个审慎的投资者在考虑对一家公司投资时希望得到的回报率。一个高风险的投资也就相应地需要对应高回报。可以肯定，该回报率应该基本等于资金的时间价值。目前，市场上最安全的投资产品是美国政府发行的债券，这些产品被认为提供了无风险的回报率。计算企业的折现率时，通常以美国政府债券为基准，再加上一个利差。在下文我们将考虑两种概念上不同的确定折现率的方法，一种是传统方法，另外一种则来自现代金融理论。

价值投资中确定风险和贴现率的方法

无风险回报率可由美国政府债券，也就是投资者对美国财政部的投资中估计出来。美国财政部的信用风险被认为是世界上最低的，其总是能够在债务到期时偿还。因此，美国国债的收益率被认为是其他资产估值时的参照物。企业债券的风险比美国国债要高。当企业破产时，债务的偿还是先于普通股票的。所以，当公司存在债务时，公司股票的风险要高于债券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择合适的无风险折现率需要对很多因素做出判断，这些因素包括债券到期日、要考察的日期和时间长度以及数据来源，可能的数据来源包括公司自己公开呈报中披露的数字。这个选择的优点是没有任意性，因为它反映了公司内部使用的贴现率，而且能被包含在公开呈报中，其重要性一般经过了充分考虑。

其他做法还包括使用30年期的债券，以反映公司投资在较长时间内的特征。当对一个持续经营的公司进行估值时，如果参照美国国债市场的每日、每周或月度变化，可能会因为市场的变动而引起估值的不准确，企业的价值不会紧随着国债收益率的变化而变化。要避免对短期国债收益率变动的敏感性，一个做法是将前一年左右的收益率取平均。

在无风险回报率之上，需要加一个与具体投资风险有关的数量，这样就得到一个可以用于计算资产现值的折现率。对一个在其资本结构中既有股权又有债券的企业来说，这一折现率通常也被称做加权平均资本成本（WACC），应等于公司按税后利率开支计算的债务成本和股权成本按比率加权后的成本。这里股权成本的计算在概念上应与债务成本类似，但涉及的主观判断更多。

从概念上讲，股权成本应该和债务成本类似，因为它们都涉及同一个问题，即公司应开出什么样的条件才能吸引投资，不论投资是来自股权投资者还是债权投资者。股权成本的计算会牵扯更多的主观判断是因为股权是没有到期日和确定的券息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的（股票分红基本上是由公司的董事会决定的）。主要的参照标准是资本市场上其他参与者为风险类似的企业融资项目会给投资者支付多少回报以吸引股权投资。例如，为估计高风险投资项目的股权成本，可以咨询类似企业给风险投资者开出的回报条件。对风险较低的企业，可将那些二次发行股票的蓝筹股企业作为参照。从根本上说，这个过程就是找出为了投资给有类似风险的企业（按行业、资本结构、成熟度、规模、竞争力前景等），投资者会坚持索要什么样的回报。对那些有长期持续盈利的企业，折现率就会较低，可能比无风险回报率高几个点；对那些较新、变动较大的企业，融资付出的代价也较高。

基于市场上其他投资者对类似业务和财务风险索取的回报的了解，对折现率的估计中要采用现实的判断。普通的持股人一般会面临哪些特殊的业务和财务风险？负债水平如何？在股权持有人获得收益前，债权持有人获得回报的可能性有多大？或者说，高负债是否有可能将公司拖入破产的境地？公司财务状况中比较有利的是什么，在业界居于何种地位？市场占有率是在提高还是在下降？在保证价值提升的前提下，是否还有成长的空间？

概括地说，评估与折现率相关的风险时所涉及的问题与价值投资者在定义自己的能力范围时所要考虑的问题是一样的（见第 3 章）。在价值投资者看来，风险来自两个方面：要么是所投资企业的业务状况变糟，要么是投资时出价太高。出价过高可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能是对上述问题的求证不够充分，或者答案就是错误的。将价格和价值的错误关联表明了一个常见的问题：与盈利相比，过高的股价会造成投资风险过高。

一个价值投资者的风险概念有别于当代金融理论，而后者给出的定义是当今关于风险的主流定义。该理论中，风险的度量是基于市场价格的变化，并将其作为所投资企业的价值变化的近似。尽管这种做法看上去很精确、很科学，实际上它和传统的方法一样需要主观判断。它和常识也有冲突之处：在这一模型中，股价与盈利相比是高还是低并不反映在风险上。尽管有这些不足，因为这一模型被广泛应用，所以仍值得我们在此提到它，作为和价值投资理念的一个比较。

投资组合理论：β 和溢价

现代金融理论使用资本资产定价模型（capital asset pricing model，CAPM）来估计股票的折现率。除无风险回报率外，使用 CAPM 模型需要估计两个输入参数，分别是市场风险溢价和 β，其中 β 被该理论的支持者看做度量股价起伏的风险指标。很多分析师常犯的一个错误是，他们认为对这些输入参数存在简单明了的数据，但实际上，所有这些变量都需要通过判断来估计。

这些变量也都是相互关联的，所以其中一个变化往往会影响其他的变量。例如，无风险回报率的增加暗含着市场风险溢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价的降低（后者应该是预期的普通股票的回报率和无风险回报率的差）。参数估计中，主观判断的必要性以及变量间复杂的相互关系意味着审慎的分析应该涵盖多个合理的数据点（通过采用不同的方法，以及对变量采用不同的测度）。对市场风险溢价的估计需要回顾历史，看看通常需要加以多少额外的"激励"才能使投资者购买股票，而不是买美国国债或是其他的投资。这里包含的逻辑是，投资者必须得到额外的补偿，才会去承担某一股票或其他投资的特定风险，而原本他们是不会这么做的。

常见的做法是查询著名经济学家发布的数据资料，比如由耶鲁大学教授罗杰·伊博森（Roger Ibbotson）领导的一家公司发表的《伊博森和辛奎菲尔德年鉴》（Ibbotson & Singuefeld Yearbook）。另外一种比较难一些的方法是自己采集数据，这对非专业人士来说基本上是不可能的，但知道该如何做总是有帮助的，这就是下文要说的。

市场风险溢价数据可由精细到分钟级的数据求出。要计算市场分析溢价，需要建立以下三个非常重要的假设：

第一，评估者必须要么选择采用历史数据，要么选择采用对未来表现的某种估计。

第二，对这种估计，必须先给出"市场"的定义，如S&P 500 指数、纽约证券交易所指数或其他的指数。

第三，必须选定评估所用的特定时间期限。可选择的方法有从 19 世纪晚期开始（即市场数据刚刚开始被记录）直到估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

截止的时间；从1926年开始（芝加哥大学开始建立数据库，并且捕捉到了1929年大萧条前一个完整的经济周期）到估值截止时间；从估值截止时间往前追溯30年的时间（可以反映出与目前业务和财务风险等因素更相关的经济周期）；或者包含需要分析的特殊情况的时期，如21世纪最初的那几年。

“市场风险溢价”这一度量方法在20世纪90年代晚期实际上变得让人捉摸不定，因为所有这些东西似乎都在逐渐消失。曾经存在的溢价，如20世纪90年代以前的时间段，都衰减到接近零，因为有史以来最大的股票牛市产生的吸引力使投资者不需额外的激励也愿意加入。即使是现代金融理论的坚定支持者，也为“市场风险溢价”这一工具的有效性在20世纪90年代日渐衰退而感到悲哀。

尽管这一众所周知的事实连该理论的拥趸也不能否认，但坚持这一做法的分析师还是遵循被普遍接受的基准，例如，按照追溯到20世纪30年代的长期股票历史回报率再加上9个百分点。另外一些分析师凭自己的直觉认为这肯定是错的，正确的溢价应该是7%、5%或更少。有人认为在20世纪90年代末，溢价趋向为零。

2000年年中，美国最著名的一些金融经济学家召开会议，讨论市场风险溢价的测量问题。有11位经济学家参加了这次会议，他们估计的风险溢价分别是0、1%～2%、3%、3%～4%、4%、6%、6%和8.1%，另有三人因为这一概念缺乏完善的定义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和可靠性而拒绝给出猜测。

溢价下降甚至消失的原因包括强有力的市场力量，例如，美国投资者变得更加面向长线投资，美国经济效率的提高，财政政策和货币管理的改善，资本主义在全球范围内的推进，财富的增加和经济基本面起伏的减小，等等（见表 7-1）。

表 7-1 确定折现率

	价值投资	组合投资
基本折现率	长期美国国债利率	长期美国国债利率
附加折现率	风险评估（清醒地判断）	市场风险溢价乘以 β（貌似很科学）

注：价值投资和投资组合理论在确定折现率时，以长期美国国债得出无风险收益率，然后加上一个数量。投资组合理论将该数量定为市场风险溢价和目标公司的 beta 之积。价值投资者对这个貌似很科学的做法持怀疑态度，他们更喜欢对相关的风险进行更明确的判断。

对于 β，其目的是揭示市场风险溢价中哪一部分是包含在特定公司的股票中的。通过在各种不同假设下比较某一公司的股票价格的波动和整个市场或某一市场指数（如 S&P 500）价格的波动，β 可以确定这家公司的股权折现率估计中相应的部分。

如果一只股票价格起伏比市场的起伏更大，则这只股票会被认为比价格起伏小于市场变化的股票风险更高。将价格波动的这一度量乘以市场风险溢价，从理论上可以得到某只股票具有的特定风险，在此结果上再加上无风险回报率就得到折现率。

β 只有在某一公司股价以及所有与市场或市场指数有关的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素是全体投资者理性行为的结果这一假设基础上才可能有用。在某一时段、某些情况下，某一公司、某一市场或某一市场指数的一部分可能会具备这样的“有效市场”条件。

但是这些条件并不总是得以满足。20世纪90年代末期的市场价格和波动有足够的理由让人们相信这样的条件是不具备的。有些公司的股票交易价格低于其内涵价格——这正是价值投资者所强调的。数不清的其他各种因素影响了β，许多文章都记述了过去10年间的这种情况，显示其实用性在下降。

对β的基本信念来自于对有效市场的基本信念，但对有效市场的信念意味着在20世纪90年代末期，股票价格溢价是负的、零或非常接近于零——这是对这个时期股价变得如此之高的唯一解释，如果我们认为有效市场理论是正确的话。在CAPM下，一个为零的市场风险溢价意味着折现率等于无风险收益率，但这是一个令人感到困惑的结果，它背离了股票比美国国债风险更高的常识。

回到我们开始的地方：为某企业的股票估计恰当的折现率，需要对该企业的风险相对于美国国债的无风险收益率的溢价差做出判断。现代金融理论认为回报和风险是相关的（你得到你所支付的）；价值投资认为回报和你所付出的努力是相关的（你得到你应得的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果股票价格在公司的价值附近波动，价值投资就是有效的。只有在这种情况下，才可能以低于公司价值的价格买入股票（或以高于价值的溢价卖出股票）。价值投资者相信，市场对股票的定价会造成这样的空当。格雷厄姆将市场比做“市场先生”，将市场行为看做是人们心理行为的集合，这些行为在某些时期可能更容易受乐观情绪的左右，而在另外一些时间更容易受悲观情绪的左右。这一概念带给我们几点关于价值投资本质的启示。

市场因素

很多复杂的因素会影响市场上的股票价格。格雷厄姆将这些因素归为两类：投机和投资。投机因素是造成市场混乱的原因之一，包括技术性、操纵性以及心理性的市场交易。投资因素包括估值，主要是对财务数据的评估，包含利润和资产的基本面分析（见图 8-1）。

有些因素同时带有市场和估值的双重特征，格雷厄姆把这些因素称为未来价值因素。这些因素包括管理质量、竞争环境以及公司未来的销售和利润前景。投资大众会按自己的观点将所有这些因素过滤，做出或买或卖的交易决定，由此形成了市场价格。

那种认为任何人都可以预见这个过程的结果，或这一过程必然会产生等于价值的价格的设想都是遥不可及的。价值投资者认为试图把握市场的好恶是徒劳的，应将主要精力集中在企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的价值而不是市场价格上。

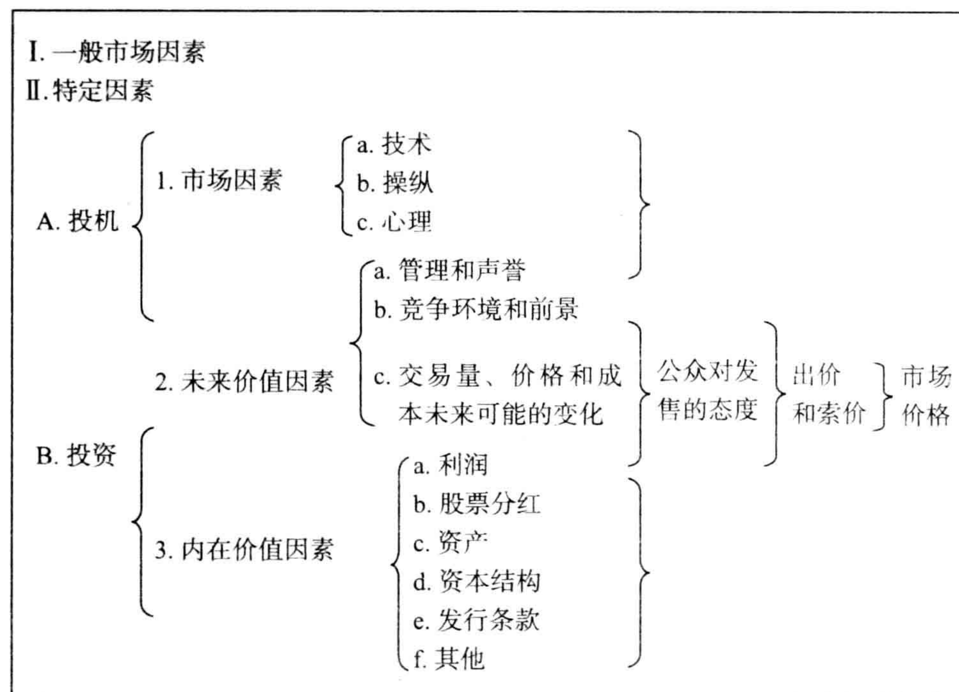


图 8-1 格雷厄姆描绘的内在价值和市场价格的关系

资料来源：Benjamin Graham & David L. Dodd, *Security Analysis* (2d ed. 1940), page 27.

相比市场价格，更加强调企业本身使得价值投资者能够明确认识到拥有股票意味着在一家持续经营的企业拥有利益。这种心态有助于强化建立能力范围和评估价值—价格关系所需的纪律性。无处不在的市场价格数据使得股票投资者很难感觉到自己是企业的拥有者之一，于是严肃的分析就无从谈起。

需要考虑市场好恶的唯一原因是，当经济衰退和市场不振时，选取股票的失误会增加。三个因素对此有影响：（1）更多公司的定价可能会低于价值；（2）愿意出手买入股票的投资者可能更少；（3）由于媒体和监管机构的压力，公司的管理层会更加谨慎并采用更保守的会计手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不必过于关注市场价格

在讨论普通股票的表现时，最常被引用的衡量标准是市盈率（P/E）。这一指标表明了购买股票的成本和收益之间的比率。很多人错误地认为价值投资是寻找那些能将目前较低的市盈率成倍提高的公司，但不是所有低市盈率的公司都是理想的投资目标，也不是所有高市盈率的公司都不能被当做投资对象。价值投资者也不认为市盈率对估值来说是一个非常有意义的指标，尽管其可以作为一个检验是否出价过高的参照。

市盈率可以作为一个筛选条件。格雷厄姆避免买入那些在5年内市盈率过高的股票。他的另一个条件是盈利回报与股价的比（现时盈利除以股价，也就是市盈率的倒数）至少应是目前高评级企业债券的回报率的两倍。其他的价值投资者也遵从这些做法。这些原则在市场变化时，起到保护投资者的作用。市场并不总是理想的，这些方法可以在市场出现问题的时候控制价值投资者的风险暴露。

价值投资者尽量避免将市盈率作为传统估值分析的补充手段，这与纯粹的现金流折现法的拥护者采用的估值做法形成了对比。当后者的估值方法给出的公司价值高低范围很大时，他们常常依赖市盈率来缩小出入。

这一方法可用来比较相似公司各自的市值和现金流，也就是市现率（P/CF）。假设一家和投资对象相似的公司市现率是10（假设市值是20，而现金流为2），然后我们将这个为10的比率应用在正在分析的公司。假设其现金流为3，这意味着可比的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价应该为30。这样做有多大帮助还不确定，它完全取决于所参照的公司的市场价格的含金量。尽管很多金融专业人士采用这种方法，但大部分价格投资者并不认为它是有效的。

价值投资者认为对估算企业价值来说最有效的信息来源是利润表和资产负债表。这些数据比那些市场主导的数据（如市盈率）更好有两个原因：第一，净资产回报率覆盖了和会计相关的整个图景，包括债务和股权，而市盈率只与资产负债表中的盈利有关系；第二，净资产回报率是一种内在的估值方法，而市盈率是市场、外部或者估值过程的产物。市场的评价标准所告诉我们的更多是关于格雷厄姆所称的“市场先生”的情况，而不是企业的内在价值。

对非理性价格的理性思考

抑郁的投资者会导致抑郁的股市价格。抛售的压力会增加并由此进一步压低价格，即使是对损失不那么敏感的投资者也会很快撤出投资，然后，那些胆子大些的投资者也会陆续离场。一个向下的市场漩涡就产生了。通过清晰地评估自己对损失的容忍程度，价值投资者避免这样的情景发生在自己身上。只有在对这一点有了明确的认识后，他们才会投身于股市的风浪中。

了解自己风险容忍能力的一种方法，是要认识到大部分人对损失的痛苦要远超过盈利时获得的喜悦。一般人对损失的厌恶是对获利的热爱的2.5倍，投资者对损失的厌恶越严重，价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资对其就越有吸引力。对那些极端厌恶风险的投资者，纯粹价值投资是最合适的手段（格雷厄姆就是极端的风险厌恶者）。

关于卖出的焦虑

市场大量抛售时，投资者面临的一个棘手问题是应否从众卖出。对这个问题，价值投资者的答案是否定的，但更相关的问题是该在何时卖出。价值投资者在买入股票时就已经设定了卖出的标准。他们的态度是，选择买入那些最不可能触发卖出条件的股票。

但是企业总在不断地变化之中，当情况变得不利时，就是该卖出股票的时候，就如企业的拥有者有时不得不做出关门大吉的决定一样。在选择股票时，价值投资者就会指明卖出的不利条件是什么。其中的逻辑很简单：那些用来判断是否该买入一只股票的因素，也会用来判定什么时候该卖出这些股票。

当支持最初做出买入决定的关键因素消失时，就是卖出股票的时刻。这些因素包括：

内部因素——管理层的反常举动、模糊的公报或复杂的会计手段、大幅增加的并购行为以及令人疑惑的管理层薪酬。

外部因素——更加激烈的市场竞争、技术的跨越式发展、行业管制的放松以及库存和应收账款周转率的下降。

经济因素——利润率的下降；净资产回报率、资本回报率和投资回报率的降低；利润被侵蚀；与权益相比，债务迅猛增加；流动比率和速动比率的下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果坏消息只是暂时的，那么价值投资者尽力避免卖出股票。例如，只是一个季度利润率下降，那么应该查清问题，而不是卖出股票。如果调查显示有更深层的问题，这种状况可能要持续下去，那么需要做出卖出的决定。永久性的下滑需要更多的证据来证明。

在判断一家企业遇到的困难只是暂时性的还是长期性的时候，价值投资者可以使用一种对冲策略，卖出所持有股票的一部分，而不是全部。价值投资者从不会仅仅因为股价下跌就卖出股票，而是要看到企业内在价值发生了变化的确凿证据，然后才会考虑是否改变已有的持有—卖出策略。股票价格的起伏过于摇曳不定，因而不应影响这样重要的决定。

有的策略事先规定，当股票的价格高于预设价位时应该卖出。在这种情况下，投资者可采用上面提到的策略，即如果不能确定当前的变化是暂时性的还是长期性的时候，可卖出部分而不是全部股票。

控股的价值

对价值投资的讨论总是一成不变地从强调公司内在价值是资产现金流的折现开始，而资产的定义往往被忽略。如果这里的资产指的是政府债券、家族拥有的比萨饼店或是一家金矿，那么这个过程是相对简单的，但如果该资产是普通股票，则其中涉及的问题要复杂得多。

对普通股票的情况，对应的资产要么是发行股票的公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要么是一定数量的这只股票本身。其中的不同源于控股权的价值，即拥有一家公司 100% 的股权和只拥有 1 股或少数权利的含义是不同的。

一家有 100 万流通股的中型公司可能以 1 亿美元分拆部分业务，理论上合每股 100 美元。这可以作为对企业拥有权估价的基础，但是愿意全资收购整个业务的投资者常常会支付超过 1 亿美元的价格，而且当少数股东对估值提出异议时，法庭通常会再加上一个溢价。

市场上对各只股票给出的价格是基于所交易的股票只占全部股权的少数的假设。因此，要给出一只股票中一股的价格，需要对发行股票的公司和单独一股都进行定价。两个价格必须是有可比性的。估价的结果有可能是公司的价值是 100 美元，而股价是 90 美元，这并不意味着股票被低估而成为价值投资的选项，市场交易本身一般带有一定的折价。

因此，寻找一个更大的安全边际就是理所当然的了，这也是造就格雷厄姆的安全边际原则的诸多因素之一。此外，自格雷厄姆提出他的方法几十年来，收购市场已经得到很好的发展。意在收购的投资者愿意多付一些市场溢价，因此带给各持股人可观的控股溢价。

一些价值投资者将收购前景作为实现投资价值的催化剂，但是对非专业投资者来说，要在收购事件上成功押注甚至比养成更一般化的、以安全边际价格寻找拥有特许权价值的企业的投资习惯更加困难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



欺骗和假象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 90 年代末，除价值投资者外，所有其他类型的投资者都处在狂热的状态（价值投资者在 90 年代早期表现很好）。被泡沫愚弄的投资者包括那些所谓的动量型、成长型、指数型投资者以及遵循现代金融理论的组合型投资者。价值投资者会尽力避免被欺骗和被假象迷惑，这两者是造成金融泡沫的重要因素。要做到这一点，价值投资者始终依靠对资产负债表的分析以及股权收益和回报等可靠数据。他们不被试图将注意力吸引到其他财务指标上的手段所诱惑，也不相信那些与准确的、可度量的表现无关的美丽故事。20 世纪 90 年代末和 21 世纪初的市场形势很好地说明了这一点。

20 世纪末的盛宴

20 世纪 90 年代末的美国市场上，经济扩张和技术革新的幅度非常大，造就了数十年一遇的机会。新技术的开发促成了互联网的广泛使用和通信基础设施的大发展，进而引导了非凡的变革。举一个实际的例子来说明，在 1996 年前，几乎没有人使用电子邮件，使用移动电话的人也很少；到 2000 年，这两种工具已经是大部分人生活中的一部分。

类似这样的金融市场的旺盛期总是会吸引百万计的投资者，而这些投资者往往没有必要的业务知识，同时还会诞生数以万计的缺乏道德责任感的企业，这二者组合的后果是真正的成就往往被持续地夸大而困难却被反复掩盖。我们可以回顾当时的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储主席艾伦·格林斯潘对这一时期的论断：非理性的繁荣与四处蔓延的贪婪交汇，再假以虚假的会计手段，构造出假象的供应和需求曲线。只有价值投资者能洞悉其中的乱象。

当非价值投资者意识到金融泡沫的存在时，各大股票指数开始大幅下跌，20 世纪 90 年代的幻景在 21 世纪初破灭了。作为这一时期诸多丑闻的代表，安然案件在 2001 年被揭露出来，并在 2002 年一发不可收拾。这一案件进一步加剧了市场上的焦虑情绪。随着案件中令人震惊的内情的公开，环球电讯 (Global Crossing) 的会计问题也被暴露出来，这家电信业炙手可热的明星企业的财务报告中隐藏着广泛的有争议的做法和政策。

到 2002 年年中，接二连三的企业出现相似的问题，包括有很大影响力的电信企业世界通信（WorldCom）和奎斯特通信（Qwest Communication International）。实际上人们对牵涉不良会计手段的丑闻并不陌生，其他类似事件在这之前的几年中也偶有报道，但是此时，这类新闻占据了报纸的头版并被做成广播和有线电视节目里的特别报道。很多家喻户晓的企业，如 AOL 时代华纳、来爱德药业（Rite Aid）和施乐（Xerox）公司也牵涉其中。

并非偶然，前面提到的四家丑闻缠身的企业（安然、环球电讯、世界通信和奎斯特通信）都有两个明显的特征，正是这两个特征使得价值投资者对它们“敬而远之”。首先，它们都是新企业，世界通信在 1995 年才上市，环球电讯和奎斯特通信上市时间是 1997 年，而安然在 20 世纪 90 年代中晚期进行了重大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重组，从一个稳健的天然气公司变为宽带提供商和风险管理服务商。其次，这四家公司（被称做“四大欺诈者”）之所以能异军突起，靠的是激进的会计手段，而这正合那些心存幻想的投资者的胃口。这样的态度忽视资产负债表数据的重要性，相比通用会计准则中给出的盈余计算方法，更加热衷于操弄试算收入报表，并且忽视了计算资产折旧作为必要再投资的近似的重要性。这些公司身上表现出来的企业治理的失败反映了投资者很容易沉溺于美好的故事中不能自拔。表 9-1 对此做了总结。

表 9-1 违反价值投资理念的公司

	短暂的历史	不当的会计手段
安然	20 世纪 90 年代转型	形式大于实质
环球电讯	1997 年 IPO	热衷于试算财务信息
世界通信	1995 年 IPO	利用资产负债表隐藏成本
奎斯特通信	1997 年 IPO	对必要再投资的短视

注：20 世纪 90 年代的四大欺诈案涉案公司都有两个特点：一是时间短暂；二是采用了不当会计手段，滥用投资者的信心。

这四大规模高达数十亿美元的欺诈案例给数以百万计的普通美国人造成了损失。金融泡沫的破裂夺走了非价值投资者数以万亿计的财富，其中很大一部分也是属于普通美国民众的。

这些因素的合力在非价值投资者中造成了过度反应的倾向，其后果是对美国企业的财务报告质量的广泛质疑。这种情况也蔓延到了全世界。

对这些丑闻的洞察是必要的，但很少有人能透彻地分析其本质。价值投资者能够较为清晰地鉴别各种丑闻。他们强调，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安然案件实际上是一个旁氏骗局，由一个贪婪的小圈子设计和伪装，然后呈现给那些热衷于短线炒作的“投资者”，而这样的投资者在市场上遍地都是。对于另外三家以及其他很多类似企业，价值投资者认为它们是不理性的受害者——在通信业泡沫涨大时，投资者趋之若鹜；而在泡沫消散时，又避之不及。

更广泛地说，所有人都应该记住一个不言自明的事实：当电信业的大气球充满了氦气的时候，没多少人反对使用显而易见的激进会计手段，以营收而不是利润来衡量公司的表现，例如，看重网站浏览量而不是用户实际付出的费用。但是受害者通常是不愿意人们责怪自己的。

安然：形式重于实质的会计手段

20 世纪 80 年代，安然还是一家天然气钻探和管道公司。到 90 年代末，借助金融市场的繁荣，安然已蜕变成一家靠制作虚假收入报表“实现”神话的贸易公司。在那些整个金融市场都被美丽的幻觉笼罩的日子里，安然的 CEO 肯尼斯·雷（Kenneth Lay）被崇拜者当做了企业战略管理的偶像。实际上，他自己很可能也被他的副手们用欺骗投资者的手段玩弄了。第 3 章提到过，安然公司的政策明确指出其决策基础是会计报告而不是底层的业务实质。下面我们可以探讨一下该战略导致的问题。

为了避免短期内公司的利润以及股价受到交易活动盈亏的影响，安然进行了成千上万笔业务，以在不同的独立实体中掩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盖交易活动的波动，而只要遵守会计、商业以及证券的相关法规，使用特殊目的实体（special-purpose entity）是合法的。

为将业务转移到资产负债表外（我们将在第11章中继续讨论），特殊目的实体不仅要满足众所周知的合并账目会计的一般规定，还要满足针对这类实体的特殊规定。一般性规定要求，要避免一个实体的账目完全和母公司合并，必须存在一个第三方控制该实体的大部分股份；特殊规定要求，特殊目的实体的资本中至少应包含3%的股权资本（也就是说，债权与股权的比例最高大致为32：1）。

在较早期的业务中，安然还算中规中矩，将特殊目的实体的债券/股权比率控制在32：1以内，并且将这些实体的大部分股权出让给第三方。然而，一段时间后，在后继交易中，这两个条件往往有一个不能满足甚至是两个都不能满足，而且在大部分情况下，这些实体的股份实际是由安然、安然的子公司或者安然的管理层持有。这意味着，这些交易实际上全部是关联交易，应该合并到安然的账户上，但这种情况并没有发生。这些实体中隐藏的债务达到了数十亿美元的规模，而抵押品往往是安然的股票。当业务形势变得对安然不利时，其股价大幅下跌，债务都回到安然账面上，并如雪崩一般层层砸落下来，最终导致公司破产。

安然通过特殊目的实体进行的大部分交易活动和其本身直接进行的交易活动都涉及一个中心问题，即随着证券衍生品发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展和交易而来的风险管理问题。在这一领域，会计规则要求对金融工具进行实时定价（被称做“盯市计价原则”），而安然采用的做法是使用过于美好的假设以及激进的资本分配决策，违反了价值投资原则中会计应更多反映经济的实质，而不是仅仅为了呈现一幅漂亮画面的理念。

会计主管人员将交易资产赋予过高的价格，然后将这些数字放在资产负债表中，并由此产生出利润表中高额的“理论”利润。在另外一些情况下，会计主管人员将拆借的资金作为买卖业务，而不是作为贷款处理——这是一种价值投资者并不陌生并格外提防的老套的会计欺诈手法的现代版本。

环球电讯：虚拟的幻景和现金流美梦

环球电讯公司建立于1997年，其创建人有着并不怎么光彩的历史，而且在此之前从未经营过上市公司。公司自己提供的业务描述是，通过全球集成的网络为世界27个国家及数百个城市的用户提供电信服务。公司的一个目标是铺设横跨大西洋以及太平洋的电缆，从而实现所有大陆之间的链接。这就是最终的“故事股”(story stock)。

非价值投资者往往热爱这样的股票。注册地在百慕大的这家公司在建立一年后就上市了，很快其市值就疯涨到接近400亿美元，但仅仅两年后，该公司就在会计欺诈的丑闻中破产了。

与其在电信业中的同类相似，环球电讯从来没有严肃的商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业计划、稳定的管理层或者现金流。如同其他缺乏企业持续发展支柱及基本面支撑的公司，环球电讯依赖收购行为，试图通过这种方式实现成长，以绕过其已经停滞不前的一系列摇摇欲坠的商业计划。得益于公司疯狂的股票融资，其具有了进行收购所需要的大量现金，而这正是那些激动得忘乎所以的卖家们很高兴看到的。只有非价值投资者才会落入圈套去购买环球电讯的股票。

环球电讯尤其擅长利用一类被称做试算报表的财务手段，这一手段可以用来掩盖遵循通用会计准则的结果。作为电信和网络泡沫时代兴起的最具破坏力的会计手段，试算会计通过各种不遵守通用会计准则的项目来呈现结果，其后果就是制造了一个蓄意编造的假象。

使用试算报表手段在20世纪90年代变得非常普遍。10年间，依通用会计准则计算的每股收益和试算计算的结果相差越来越大。试算结果的收益常常超出依通用会计准则得出的收益一倍以上，使用这类手段的公司的巨大数量也助长了这种现象的蔓延，使其超出了最初的电信行业。S&P 500中超过一半的公司涉及类似的问题，新兴科技公司是领头羊。即使在招致了公众的批评和司法机关的打击后，很多公司依然报告试算盈利。

这种对管理层不喜欢的规定视而不见的做法并不仅仅存在于复杂晦涩的会计制度中。很多公司喜欢在试算报表的掩护下将本应依照通用会计准则报告的费用忽略掉，如销售佣金、市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场推广和人员费以及成立新的分支机构的花费等（但是，没有会计主管会通过试算报告将收入如销售额去掉）。

在这个问题上，环球电讯走到了极端，不仅令传统的公司望尘莫及，而且其他同类的公司也不能与之相比，成为“四大丑闻”公司中这个领域的“佼佼者”。2001 年 8 月，环球电讯一位财务主管发现公司和一个亚洲分支机构不恰当地报告了现金收入和经调整的现金流的试算值，其中计算现金收入和盈利所采用的方法和常见的会计方法相去甚远。另外，对那些只有通信容量发生交换，而没有产生实际现金收入或资金流动的交易导致的现金数额浮夸现象，这位主管也表达了忧虑。

公司对这些警告不以为然，并认为公司的审计人员已经签署了年报，其中申明了这些不一致的地方。公司认为其公开呈报中已经公示了公司是如何计算那些试算数字的，并强调这不应该被认为是与通用会计准则不同的另一种方法。在这些呈报中，公司声明这些数字被用来评价公司的表现及其业务分支的流动性。

公司还认为自己已经公开了从电信运营商那里收购的重要资产，并在现金收入和修正后的现金流数字中反映了与此有关的现金收入和已经承诺的现金支出。这些电信运营商往往也是公司的客户，公司认为这样做应该能够令人满意了。用这种所谓的公开来为试算报表辩护，实际上与要求投资者对这样的做法视而不见无异，但这是一种更明目张胆的欺骗——如果公司真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的默认投资者不必关心那些试算的数字，那为什么还要发表这些数字呢？

这实际上是一种心理上的暗示。当公开呈报的基于试算报表得出的每股收益为3美元，而依据通用会计准则计算的相应数字仅有1.5美元时，你不会对股东们说，不必在意3美元那个数字，应该把注意力集中在1.5美元上，这就跟要把挤出来的牙膏装回去一样荒谬。

一个有智慧的价值投资者是不会被使用试算数据这样的花招迷惑的，他们会坚持对已知的、真正的结果的重视。他们更愿意相信资产负债表中那些明确的关于事实的数据。不仅如此，这些数据还要与利润表中的数据相互补充，后者提供了关于现时盈利的情况，如有必要，分析师还会对这些数据进行修正。为评估盈利的质量以及检视与财务状况和业务运营相关的风险，对现金流量表给予一定的注意也是应该的。

价值投资者对基于试算数据的分析是决不能接受的，但数以百万计的非价值投资者却反其道而行之，他们仅仅是将试算数据加上一个溢价，然后就将资产负债表置之脑后。

奎斯特通信：利用投资者在股东收益上的短视

奎斯特国际通信公司是另一家历史短暂的美国公司，成立于20世纪90年代后期。和其他电信公司一样，奎斯特通信也被在光纤网络上的过度投资所累，并因此在产生可持续的利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和现金流方面面临很大压力。和通信业泡沫中的很多其他公司类似，奎斯特通信也和环球电讯一起合作利用虚假交易会计手段谋利，这两家公司都在美国市场上提供区域电话服务。一种很流行的造假手段是利用容量互换。这些公司花费资金建立了有相当容量的电信网络，然后这些公司之间，包括奎斯特通信和环球电讯之间，会将这些容量彼此互换。竞争对手之间互换容量是为了填补各自布网的空白地区。与此有关的成本被资本化，并摊销到未来的多个时间段。

为了简单地说明这一过程，假设一家公司为了建设容量，花费了 100 美元的成本，而另一家公司认为这些容量价值 120 美元，这样，第一家公司就可以在与第二家公司的容量互换中得到价值 120 美元的容量。这 120 美元会马上作为营收入账，而那 100 美元的成本则会以每年 20 美元分摊到 5 年中。很棒，不是吗？

公司以 20 美元的成本得到 120 美元的营收，这笔交易的毛利润是 100 美元。但如果采用保守的会计方法，容量互换根本不会被算做收入，那 100 美元的成本会作为费用，而不是资本，这样做的结果是最终会出现 100 美元的亏损。同样的交易，100 美元的利润和 100 美元的亏损可是有天壤之别的。

这些操作隐藏了折旧在企业运营中作为必要再投资的近似的角色（与股权人收益有关的核心概念在第 6 章中做了讨论）。投资者热衷于分析现金流而不是仔细审查资产负债表和利润表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的做法，如“老套的”净资产回报率等指标，在其中起了推波助澜的作用。

很多会计欺诈行为有一个致命的共性，即这样的行为似乎很容易被认为是合情合理的。这些行为常常涉及新品种的交易，如电信容量互换，这些交易不存在直接的权威机构和成型的做法以供借鉴。在这些情况下，已被广泛采用的传统会计原则被认为给这些行为提供了正当理由。

基本的会计原则指明，销售完成时，收入应计入利润表，且为将来产生收入而投入的费用可以资本化。机械地套用这些简单的原则，投机者就可以轻易地将电信容量互换交易中的会计做法合理化。这种情况在市场上变得相当普遍，因为除了价值投资者外，没有投资者对此在意，而前者对这种现象的批评被人们不屑一顾。

确定如何处理新型交易需要财务管理人员和外部审计人员之间的交流。通常，财务管理人员会咨询审计人员，业界是如何处理类似交易的？不论是否被问到这样的问题，审计人员通常都会对整个行业的做法有一定的掌握。但其中的危险在于，如果业界主要的领先企业就是采用不当会计手段的始作俑者，那么由此而来的所谓“常态行为”就是错误的，并由此导致这种情况的蔓延。

电信容量互换交易的背后发生的恰恰就是这种情况。这是电信业的一个创新，并且被业界广泛接受。这类交易采用的会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计方法是统一的，都沿用了电信业四大欺诈案件中涉及的公司所建立的“标准”，其后果就是整个电信业内普遍的不当会计手段。

该做法将营业收入作为财务表现的核心来强调，这是备受那个时代非价值投资者赞许和奖励的一种“风尚”。这种风气甚至蔓延到了其他一些营收认定方法具有可选择性的行业。只要一种报告方法能够产生比其他方法更高的营收，这种方法就会被采用。

但是，会计上的激进做法是不能持久的。如果本年度以资本化后20美元的成本实现了100美元的收入，那么成本还将在以后的4年中以每年20美元的数额扣除，企业则需在这4年间找到类似第一年的收入来源[这就像刘易斯·卡罗尔(Lewis Carrol)所著的《爱丽丝镜中奇遇记》一书中的红皇后，不断奔跑，却只是为了保持在原来的位置上]。这种做法可以赢得一时，却赢不了一世。在20世纪90年代后期，要维持营收就要不断进行容量互换交易，但就像耐力制约着长跑运动员一样，能用来做假账的资源是有限的，价值投资者深知这一点。

世界通信：利用资产负债表隐藏成本

世界通信的案例非常典型地说明了虚假会计手段如何利用不良投资环境来达到欺骗目的。在这种环境下，投资者对资产负债表过于轻视，但过度看重从本身已经严重浮夸的利润表外推出来的预期现金流。作为美国第二大的长途电话运营商（在市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场上的商标是MCI)，世界通信的业务在2000年急转直下。高科技的盛宴不可避免地曲终人散。电信业过度投资，市场下滑对其造成严重打击，所有的公司都在争夺那些根本不存在的业务。

当美国监管机构否决其收购斯普林特公司（Sprint Corp）的申请后，世界通信通过收购来实现成长的策略遭到了失败。在没有新的收入来源但费用却与日俱增的情况下，公司不得不求助于会计手段。2000年年末，公司采取的第一步是减计资产负债表中的储备金以抵消开支。这样做为2000年下半年节省出12亿美元，但是这还远远不够。公司的下一个手段是将线路成本费用（即支付给当地电话网的接入费用）转入资产账户中，这样在很短的时间内将公司的资产增长40亿美元。

这些不当手段在公司内部对资本性支出的审计中被发现。线路成本通常应该被认做用以产生当期利润的常规业务费用，按照这种做法，这部分支出应该被计入当期的运营费用，而不应被资本化（即被当做一个未来可减计的资产)。管理层认为公司的做法是合理的，因为这些线路费用在将来可以产生稳定的效益，而且有证据表明其他电信公司也持类似的观点。但是，这并不符合通用会计准则的原则。价值数十亿美元的此类费用被计入资本性支出账户，作为资产出现在资产负债表中（对利润表没有影响)，而不是被计入费用账户中，因为那样做会拖累净利润。

按照2001年的报告，世界通信的线路成本为150亿美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但实际上应为220亿美元。通过会计手段，本应该是巨额亏损的结果变成了2001年和2002年第一季度纸面上的盈利。使情况变得更糟糕的是，在此之前的几年，线路成本被当做了费用，因此在2001年将其转变为资本性支出的做法需要一个很好的解释。

将运营开支记做资本性支出并不是什么新鲜的花招，而使用这个招数的舞弊者往往做得太过火，因此使得资产负债表显得疑点重重。即便是在世界通信这样价值数百亿美元的公司，如果一个资本性支出账户在一年内增长数十亿美元，那也是非常醒目的。

价值投资策略对资产负债表的持续关注使得价值投资者能够对世界通信的做法产生警觉。在资产负债表中隐藏业务成本这样的诡计只能骗过那些非价值投资者。

输家与赢家

是什么样的投资理念支持了对四大欺诈案件中的公司的投资呢？指数基金投资其中是因为这些企业是整个市场组成的很大一部分；动量投资者将这些公司的股价炒高，这样就鼓励了公司的管理层继续使用不良会计手段来提升已经虚高的股价；组合型投资者则会对任何 β 值的历史表现满足其风险偏好的股票进行投资；如果认为那些虚无缥缈的故事会成为现实的话，甚至连成长型投资者也会涉身其中。

只有价值投资者能够独善其身。他们能够做到这一点是因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为他们坚持资产负债表的核心地位，懂得现时盈利的重要性，以及能够根据财务报告的产生方式对其做出必要的修正，他们理解现金流分析的局限性以及试算报表的荒谬。本章的内容充分说明了价值投资的重要性，并且解释了为什么该策略在20世纪90年代不被人们所认可，而在21世纪初却能够复兴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财务报告中的慢性病

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资策略能够避免陷入骗局是因为对基本面的专注，并对骗子们喜欢耍的花招保持警觉。如果我们在林林总总的会计规则中进一步深入探究，就会发现有几个手段常常被用来在财务报告中作假，在进行业务分析时，这些手段往往会引起价值投资者的注意。

营收的认定

营收认定就是确定利润表中第一行数字的过程，其中涉及的因素包括何时确认销售已经完成、销售额是多少（还要考虑不能收到全额付款而不得不将差额作为费用抵消掉的风险）。

安然在充当能源产品销售方和购买方的中间人时，违反了营收认定原则。安然收取的费用是按交易额一定比例提取的佣金，但是安然不只是把仅占交易额较小部分的佣金当做了营收，还把整个交易的合同金额也算了进来，这一做法违反了交易中营收认定的基本原则。

至于营收认定中不当择时的问题，施乐公司给我们提供了一个很好的例子。施乐与客户签署长期的办公设备租赁合同，客户在使用这些设备的同时，需要定期向施乐支付租金，在有些情况下，客户可以选择购买这些设备。确认营收的正确做法是收到租金后，将其计为收入。然而施乐在租赁合同签署时就将整个合同金额算做了收入，而不是分摊到合同的整个期限中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦克森（McKesson-HBOC）公司[⊖]的案例也揭示了违反营收认定原则的做法，其中首要的问题是将存在不确定性的销售认定为最终销售并入账。不确定性来自正常销售活动外的附加条款中给予客户的退货特权。还有证据表明公司采取了更加激进的会计手段，例如，将销售回填到比实际交易时间更早的某个时间。

另一个著名的例子是日升公司（Sunbeam）。该公司是一家小型家电和野营装备的制造商。其销售合同中给予买家退货的权利。因此在发货时，虽然销售实际上还没有最终确认，但是公司认为其已经完成了。通过这种提早认定销售收入的做法，日升公司大大提高了账面上的营收数额。公司还配送远超过实际需要数量的非应季产品，如碳烤炉等，并在发货时就将其认定为收入而入账，而不是等到烧烤的季节来临，消费者真正购买这些炉子的时候。

费用：业务运营的成本

会计制度的一个基本原则是：应将业务的费用和营收项目相互匹配。为业务运营而付出的成本应与因这些投入而产出的营收报告在同一个利润表中。因此，费用数额的确定、时间的选择及修正应遵从的原则应该和那些指导营收认定的原则类似。

大部分企业在销售产品和服务时都会接受一定的信用额度，

⊖ 美国著名的药品批发和医疗信息系统企业。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并且最终不能全部收回长期信用欠款。

从公司的角度来说，以信用额度购买产品的客户的应付款应作为应收账款的一部分。一般来讲，应收账款的到账期限通常为30、60或90天，个别情况可延长到12或24个月，甚至更长。

大部分在销售中接受赊欠的公司都建有专门的客户信用管理部门，以保证客户能够及时付款。一旦有客户不能按时支付，公司会向其发出催付函。几次催付未果后，公司就会假设该客户不会再支付任何款项，余款被认为不能到账，并因此被作为费用来处理。这就是以接受客户信用的方式来经营时需要付出的代价。

按照费用及其产生的收入应匹配的原则，上述费用的产生与收到的款项作为营收入账应被认作发生在同一个时间段内。这意味着，信用管理人员需要预测一段时间内，有多大比例的应收款应被计为费用。这种预测不会是100%准确的，但通用会计准则指明预测应根据历史数据做出，并且应趋于保守。

在预测应收账款减计时，往往很难知道预测的数目是高于还是低于合理的水平，而且也很难判断前一个时期的预测是否应该修正以及修正如何在以后的报告中显示出来，这些判断对利润表和资产负债表都有影响，而且牵涉的时期往往很长。因此可以看出，即便是这样一个看似很简单的原则，其中也大有辗转腾挪的空间。对此，价值投资者是了然于胸的。

20世纪90年代后期，电信设备制造商向信用状况较差的一些互联网公司出售了设备，这些公司能够还款的前景是很不明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朗的。但是，这些销售还是被作为营业收入入账了，而没有考虑保留足够的储备金，应对很可能发生的情况，即已入账的销售收入中的很大一部分永远也不能到账。

环球电讯在这个问题上同样栽了跟头。从 1998 年开始到 2000 年，公司内部的账目管理人员尽职地将那些不能按时付款的客户名单报告出来，但高层会计主管经常性地忽略这些损耗。实际上，他们一直等到 2000 年第三季度才采取行动，将已经累积到 4.05 亿美元之巨的坏账一笔勾销。当这一对利润的巨额一次性转销入账时，却被当做非重复性事件来对待和处理。如果出现数额如此巨大的"一次性"转销的情况，价值投资者往往会对公司报告的盈利数字做出自己的修正（见第 6 章）。

对那些应收账款扮演着重要角色的公司，或者坏账转销的多少对财务状况影响非常显著的公司，如银行、经营消费产品的公司等，价值投资者会对其资产负债表中的相关项目以及附带给出的针对这些项目的管理政策方面的解释给予特别的关注。

在匹配原则下，如果需要决定一项支出是应该全部作为当期的费用报告，还是摊销到未来的一系列时间段，其判断标准是该项支出是否在未来这一系列时段内可以带来可靠的营业收入。不能满足这一条件的支出应作为与当期营收匹配的费用，而那些能够满足该条件的费用可以在未来各时段内和营收相匹配地摊销。

第 9 章中给出的四大欺诈案例不是孤立的事件。世界通信在容量互换业务中使用的会计手段可能是最糟糕的例子，但是这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的做法却在20世纪90年代末的整个电信行业以及其他一些经历了大起大落的行业里大行其道。其影响甚至波及一些较小的企业，包括Level 3通信和360网络，另外还有AOL时代华纳，所有这些公司都跟奎斯特通信和环球电讯进行了交易。

这些交易包括网络内容提供商购买线路和网络容量，以发送用户订购的内容和服务；作为交换，电信服务提供商在这些内容提供商拥有的媒体公司、报纸、广播和网站上发布广告。在这样的业务中，没有任何货币交换，但是互换的双方都认为自己从交易中产生了收入。对这样的易货交易赋予一个价值可能是困难的，更不要说此类交易原本的意图就是夸大而不是缩小交易的作用。

容量互换还发生在20世纪90年代末的能源和电力行业，在该行业中，发展出一个更“精简高效”的版本，可以避免进行实际的交换。交易双方进行“轧平交易”（round-trip trade），即跟同一个交易对手同时进行买卖，买卖的产品和价格完全相同。轧平交易不产生任何经济上的效益，公司内部的管控也不能发现或阻止它们，安然公司就采用了这类手段。杜克能源公司（Duke Energy）和信实资源公司（Reliant Resources Inc.）也可能涉及了此类交易。

容量互换和轧平交易是所谓“新经济”盛行时期被广泛采用的虚假交易的一部分，欺诈者试图让投资者相信只要关注营收的增长就够了，不必在意开支、利润和可持续性。价值投资者是不会被他们的花言巧语打动的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易中的会计手段

将费用从当期运营成本中变成资本性开销的做法也可以反过来，可以将巨额费用提前冲销，以便提升公司未来的表现。在企业收购时，这是对收购目标经常采取的一种做法。如果被收购公司的资产已被用来冲销可观的费用，则未来运营中需要认定的费用就会减少。

这种做法有时也被戏称为“洗一个大澡”（big bath），即进行一次性巨额冲销。一家叫泰科国际有限公司（Tyco International Ltd.）的企业经常使用这一手段，该公司在股市泡沫期间的几年内进行了数以百计的收购业务。该手段中包含的一个策略，也是泰科被认为使用的策略，就是在并购时，将尽可能多的费用作为并购的费用，而不是日常运营的费用。这样做既提升了目标企业在收购后表面上的表现，同时看上去又降低了收购后日常运营的费用。

美国企业在过去几十年中争论不休的一个话题是，会计上该如何处理一家公司在另外一家公司拥有多数权益的情况。通用会计准则曾经允许采用两种不同的做法。如果参股是唯一的合作形式并且满足其他一些限制，这样的交易可以被认为是两家公司的联姻，也就是合并经营（pooling）。两家公司的资产和债务都简单地合并到一起，既不存在复杂的合并前调整，也不需要在合并后的运营中进行复杂、持续的调整。

除此之外，收购应被当做一笔购买交易，并且必须和其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有购买行为一样对待：费用，也就是购买的价格，会在购买方的资产负债表上按照新获得的资产和负债一行一行列出。如果购买价格高于分配到资产负债表的项目（这种情况很常见），高出的部分被称做“商誉”（goodwill，注意这里的商誉是一个会计概念，不应与前面几章中与公司的潜在价值有关的经济商誉相混淆）。对这一部分的处理和固定资产类似，其账面价值会在接下来的一段时间按一定比例以费用的形式冲销。这意味着，每年的费用会抵消掉一部分收入，这导致管理层更愿意采用合作经营的会计方式。

当采用不同会计法则会导致财务上的不同结果时，很自然地，公司管理人员会有倾向性地选择对自己更有利的方式，这就导致了会计丑闻年复一年不断地发生。通常，每一种做法都会有一定的原则上的依据来支持。我们可以用收购的例子来作说明。那些支持以合并方法来处理的人指出，商誉通常应该导致价值的增加，将其作为费用转销的做法恰恰相反，所以是不合理的。而那些支持以购买方式来处理的人指出，大部分交易中实际上是存在买方和卖方的，并不是平等的联姻（合并），而会计方法应该忠于现实情况。

近来这些方法彼此间进行了妥协。新的规定[⊖]中明确将收购定为购买行为，建立专门的商誉账户，但是只有在商誉减值时，

⊖ 本书原著成书于2004年，这里所指的是2001年美国会计委员会（FASB）颁发的142号《商誉及其他无形资产》（FAs No.142）会计准则对相关事项进行的修改。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才会将其作为费用来转销，否则不需要转销。但是跟我们经常看到的一样，这一折中手段在解决已有问题——即不会引发对合并方法的偏好——的同时，又导致了新的问题。由谁来决定商誉是否减值了呢？在新规定下，企业还是可以继续使用一次性巨额转销或类似的做法。

实际上，新规定实施以后发生了很多商誉冲销的情况，其中很多是业务中不当行为的结果。其中，AOL 时代华纳的做法受到了人们的关注。这两家公司合并后建有一个数额巨大的商誉账户，由此导致合并后公司的股价大跌，会计师决定对公司商誉进行减值。最后公司商誉减值的数量高达 540 亿美元，创下美国企业历史上商誉减值数额最高的纪录。

价值投资者对类似事件是非常严肃对待的。折中后的新规定给管理层提供了巨大的决策上的任意性去判断是否应该、何时应该对商誉进行减值，如果减值，应减多少。管理层应该在年报中详细介绍决定是如何做出的。这类事件对公司估值的影响应向投资者公开。对年度报告进行深入研究，投资者就会发现，公司的管理层是试图使用会计手段真实地呈现公司经济情况的基本面，还是仅仅为了装点门面。

无形资产的挑战

总是很有价值，但同时也总是涉及复杂会计问题的专利、商标、版权和其他无形资产，对企业来说是非常重要的，也因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此成为会计工作的一个重要环节。对某些复杂情况的处理成了一些肆无忌惮的管理人员要花招的理想选择。

关于无形资产的基本逻辑是，如果公司自己发展出这些资产并在市场上推广，则公司会担负其中的费用，而如果公司买入无形资产，其中涉及的费用可放入公司资产负债表。要判断费用是否会进行转销，应采取和解决商誉问题同样的方法：价值每年都要被检验，如果发现减值就转销，否则不变。其中道理也一样——大部分无形资产价值一般既不会下降，也不会折旧，还不需要重新投资进行维护，而无形资产一旦减损，就要进行相应的转销。

但是有生命期限的无形资产是有例外的，如专利，其受保护的期限是17年，所以专利的价值必须在其有效期内定期转销。通用会计准则还要求公司公开其无形资产及有关的会计处理方法。如果某公司在无形资产上置留了很大的价值，那么涉及这些内容的报告读起来会很有趣。公开的呈报中会指明无形资产是如何分类、估值和转销的，包括资产的有效期是如何确定的。

所有这些做法都不是完美的，所以仔细阅读报告中的叙述部分是必要的。报告的不严密导致价值投资者不愿意直接依赖无形资产价值，而是寻找那些能够建立竞争优势和为对手设置障碍的无形资产本身。持续的高净资产回报率会使这些无形资产的价值显得尤为重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息的来源

公司年报中有四个重要的信息来源，可以展现出在涉及营收认定、商誉减值以及其他一些方面的会计制度上的公司文化（见表10-1）。

表10-1 公开呈报：信息的来源和质量

数据	说明	MD&A	信息
通用会计准则下允许采用的选项，包括从激进到保守的方法，数据都经过了整合	会计规则指导下的正式说明，往往流于简单，难以揭示管理层对问题的公开程度	内部人员的分析和观点，可以提供更多直接的解释，但有时可能难以理解	顶层高管以非正式的形式向股东说明情况的机会，可以反映出管理层的能力和坦率程度

最难对付的原始信息来源是数据。报告中的数据是一些通用会计准则下一些条规的产物，而且通常数据是经过聚合的。尽管通用会计准则下的有限选择以及经过聚合的数据可以使读者能够进行财务分析和估值，但这些数据比较死板和简略，我们很难透过它们看到管理层对会计手段的态度以及报告的真实程度。

第二个来源是财务报告中以注脚形式做出的公开说明。这些注脚解释了公司在通用会计准则下是如何做出决定的，可以表明数据是否具有实质意义，也提供了公司对会计方法的态度。简单地说，这可以或多或少地透露出公司在能够选择不同的会计方法时，会更倾向于激进的方法还是保守的方法。然而，财报中这一部分还是比较死板，因此其透明性显得不够。

比财务数据更好的来源是年报中的叙述性部分，被称做管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人员的讨论和分析（有时被称做MD&A）。这部分的作用是从公司内部人员的角度去解释这些数据，同时还要协助读者理解报告中提供的信息。通过MD&A，我们可以看到管理层对公司业绩的态度、业绩是如何测算的，以及管理层在多大程度上认为向投资者充分解释公司的业绩是重要的。

在年报中，公司高管致股东的信是最不死板的，因此成为评估一家企业关于会计问题的文化和态度的最好的信息来源。这一部分是上述四个主要信息来源中最不正式的。公司董事会主席和CEO可以按实际情况陈述，或者至少是他们是如何看待问题的。如果在仔细阅读了这部分内容后，读者认为管理层并没有认真利用这一难得的和股东沟通的机会，那么价值投资者会把它当做一个警示性的信号，它显示出管理层责任感的缺失，并由此反映出公司内部在涉及会计问题的文化和态度上很可能带有负面的色彩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关于前景的报告中存在的问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计游戏的历史和会计本身一样久远，不断变化的仅仅是管理人员喜欢玩的花样。本章概括了一些目前比较重要的会计操作手法，这些手法很有可能用在产生关于企业前景的报表上，糊弄那些对价值投资基本理念不够关注的投资者。我们反复强调，价值投资者需要仔细审视企业的财务报表，并对企业发布的数字做出自己的修正。

衍生品

数据出现在财务报表上之前比出现之后更容易被操弄，实现这一目的的手段是通过衍生品。衍生品是特殊的金融工具，其目的一般是通过风险间的抵消，实现风险对冲（被称做衍生品是因为交易的价值往往由风险之间的关系衍生出来）。

假设你以固定利率持有一个抵押贷款，但是现行利率比你需要支付的利率低，而且你的预测是低利率会保持不变甚至会变得更低。你可能会跟其他几百万人的做法一样，重做你的抵押贷款。但如果你必须为此支付罚金，你可能会想通过其他途径来解决这个问题。假设你的兄弟有一个浮动利率的按揭贷款，他对于未来利率走势的观点和你不同。他很有可能希望他能支付你的固定利率贷款，而作为交换，由你去支付他的浮动利率贷款。

公司之间通过利率互换来交换利率付款是很常见的情况，而互换的价值是从两个利率之间的关系中得出的。只要公司彼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此间的偏好不同，它们就可以互换与很多基准因素相关的其他义务，如汇率、石油或其他大宗商品的价格，以及林林总总的其他因素，甚至包括天气情况。

衍生品的定价和记账在会计上是非常困难的任务。实际上，这其中牵涉的过程是如此复杂，以至于财务会计标准委员会花费了十几年时间才制定出可行的标准并付诸实施。在很长一段时间内，尽管市场上存在的衍生品的数额已达到以万亿美元计的规模，但在会计制度上对它们的处理却一片空白。

为了说明有多困难，思考上面我们提到的你和你兄弟之间互换的例子。毫无疑问，交易的双方都认为自己从交易中获得了价值。其中一方可能是对的，另一方可能是错的，而对与错会随着时间的变化而变化。如果利率保持低水平甚至变得更低，你会获利；如果相反的情况发生，你会受损失。在某段时间内，你可以正确地宣称你通过利率互换省了钱，而且将这些节省出的钱算作某种形式的收入，或者最起码地避免了某些费用。在这段时间内，你兄弟会遭受损失，或者说费用增大了。

不论你通过这个兄弟间的互换是赚了钱还是赔了钱，这样的互换可以延长到抵押贷款的整个期限，而这样的期限有可能长达30年。因此，估算互换的价值会异常困难，需要做大量的判断。随着衍生品交易数量的增大，公司在这方面面临着艰巨的任务。

针对衍生品的会计规则最终在20世纪90年代被制定出来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规则要求衍生的价值应以公允价值（fair value）计算，并且应作为资产或负债出现在资产负债表上。但是，衍生品的公允价值可能每天都会发生变化，而且对某些产品，不能总是找到可靠的市场价格来决定公允价值。估算是必要的，但是衍生品的估算尤其困难，因为往往受制于有限的历史记录。这就使得一些基本原则的使用，如储备金等，变得比在一般的情况下更困难。结果是，在涉及衍生品的会计处理上，非常容易出现极端激进和诈骗性质的问题。

涉及衍生品的通用会计准则的复杂程度是和产品的复杂程度相关的，而我们也不应该望而却步。我们需要知道的是，现行的规则要求公司对衍生品的使用和会计处理进行深入的讨论。价值投资者应该对这些解释进行研究，这样做可以帮助我们理解管理人员是如何看待公司的业务和会计行为的，从而帮助我们回答是否应该买入该公司股票这一疑问。

资产负债表外的诡计

将可能存在的问题刻意忽略的另一种会计手段是操弄资产负债表外融资项目，这也是美国国会在针对20世纪90年代末四大欺诈案后通过的《萨班斯－奥克斯利法案》中明确回应的几个会计问题之一。安然使用了数以千计的特殊目的实体以隐藏债务，使得这些债务可以被总公司所用，但却不会对总公司的财务表现造成负担。很多实体是由安然的高级管理层来管理的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使得彼此间的协调非常容易，而且编制了一张利益冲突的大网。

到2001年年底，形势已经很明显，安然在前面的4年间，没有恰当地公开这些“关联方交易”，这些交易是作为表外交易来设计的。例如，在一宗明目张胆但却并不鲜见的案例中，安然在一家波兰公司持有一笔投资，该笔投资卖不掉，于是干脆卖给了另外一家安然持股的“友好”公司，并算做了一笔“利润”。这笔利润在利润表中出现，但其中细节却没有公开。

情况披露后造成的后果是非常惊人的，而且形势变得越来越糟。安然股票20%的市值——价值220亿美元——被蒸发掉。公司不得不重新制作发布了前4年的财务报告，累积的利润减少了大约20%，即大约6亿美元（1997年9 600万美元、1998年1.13亿美元，1999年2.5亿美元和2000年1.32亿美元）。在资产负债表上，2000年的合计债务增加了大约6.28亿美元，其他年份的数据也类似。

通用会计准则要求类似的关联方交易应被公开，公开的内容包括相关各方之间的相互关系、交易的性质和金额，以及对财务报告的影响。对内容的解释中还应包括协议是如何达成的，使用的方法是如何随时间变化的，以及特别关键的，应能提供证据表明达成的交易对双方利益是至关重要的。安然对这些规则的回应非常简单模糊，仅表示有这类交易存在，却没有提供交易的任何细节。

安然案例中表外业务涉及的规则更为复杂。小比例股权投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资（持股低于20%）以“公允价值”显示在资产负债表上，收益、损失和股权分红一般被放置到收入户头上。中等规模的持股（20%～50%）按股权成本报告，然后每年修正，以反映所持有的投资对象的股票发生的变化。修正基于投资对象的盈利或者损失情况，而现金分红被当做从股票到现金的转换。对持股比例超过50%、拥有控制权的公司需要采用合并会计，这意味着所有这类子公司的资产和负债都需合并到母公司的账目上，然后减去其他少数股东持有的权益和义务。

这些规则设定使得管理人员试图利用那条似乎很明确的介于股权投资和合并会计方法之间的界限，即50%的所有权比例。例如，为什么不与投资对象协商，将持股比例定在49.5%而不是更高呢？这样一来，在投资者的资产负债表上，就应有一个净费用调整过后的项目“股权投资”，而不必包括投资对象母公司资产负债表中的所有条目，包括债务。这就是“资产负债表外融资”的核心——利用有益的资产获得收益，而不必将其在资产负债表上显示出来，同时也就不必将其涉及的费用包括在报表中。

和其他类似的会计操作方法一样，表外融资会使价值投资者的工作更加辛苦，因为要根据隐藏的负担和成本，对资产负债表和利润表进行修正。解决这个问题最好的策略是干脆不要投资那些财务报表中的数据显得浑浊不清或者过于复杂的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退休金

对养老基金的处理也是会计舞弊的高发领域。这些基金是企业代为员工管理的退休金。基金投资于证券，因此账面价值会随着投资结果涨跌；另外，基金的支出也会随着员工的退休、死亡以及这些事件预计发生的时间的变化而有所起伏。要确定投资的价值以及负担的义务就牵扯到主观的判断。

例如，基金经理必须估计投资的回报率，还要以类似保险精算的做法估测员工的老龄化程度以及退休人员的死亡率，这些估测产生的结果可能是资产大于负债，或者相反。对公司来说，这意味着收益或者损失，而且这些结果会显示在公司的财务报告上。和其他情况类似，相关的会计规则很复杂，但有一点是价值投资格外强调的。

通用会计准则允许公司将退休金成本作为费用，将投资产生的收入作为营收。另外，对上述两种情况，通用会计准则允许使用估计的养老基金资产的预期年回报率计算收入，即便实际上没有挣得这部分收入。所以，过于乐观的年回报率估计就等于是给公司注入了实际上不存在的收入。

使用10%作为年回报率的估计的例子并不罕见，即使美国股市长期的平均回报率只有7%～8%。这个简单的数字——很容易确认——给价值投资者提供了一个过滤那些不可持续的投资目标的快捷工具。任何使用9%～10%预计年回报率的公司都可以被轻易地滤除，除非有特别的情况或其他因素可以支持这种预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票期权：不需会计处理的例子

股票期权是不受制于会计规则的赢家。这类工具在20世纪90年代发展神速，是很多公司员工奖励的一部分。股票期权的常见形式是给予员工在特定时段内以特定价格购买公司股票的权利。通常，指定的购买价格会等于或高于期权授予时公司股票的价格。其目标是激励员工更好地管理公司，因为这样做可以提高利润，进而提高公司的股价，员工就可以从期权中受益。

出于政治的原因，通用会计准则没有要求将股票期权作为利润表中的成本对待。给员工发放的现金报酬是要作为费用处理的，毫无疑问，发放股票应该同样对待。会计标准中没有要求将期权作为费用来处理，理由是价值难以计算，但这个理由并不那么站得住脚，因为：（a）估值方法的进步和市场的发育已经使定价不那么困难；（b）尽管使用这些方法比较困难，但也不比会计和业务实践中的其他一些估值方法更困难。政治和权力斗争才是背后真正的原因，而四大欺诈案带来的一个正面影响就是现在正在采取措施，以便能将期权放到费用中。

但一个负面的情况是，美国国会没有太多政治意愿去推动这件事情。尽管国会议员们对此进行了讨论，但当遇到阻力的时候他们就退缩了。除了政治，也没有别的原因能解释这种退缩，因为国会为因应四大欺诈案而通过的其他法案的监管范围已经侵入其他监管机构的地盘，而这些机构原本更适合担当这样的角色。

但是政治因素并没有阻止财务会计标准委员会要求企业对股票期权奖励做出更大的公开，它甚至要求公司公布股票期权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对公司股票净收入和每股盈利的潜在影响。对价值投资者来说，这是非常重要的数据，因为这些数据是由支持对股票期权的会计处理进行规范的企业界领袖直接放到利润表上的。很快我们可能就不需要到财务报告的注脚中去挖掘这些信息了。但是价值投资者要对那些不愿在财务报告的第一页上承认股票期权有可能伤害到投资者的企业保持警惕。

在各方政治力量的妥协下，一条折中的会计法规得以通过。该法规是有关“可变期权计划”的（即期权的行权价格或其他条款可能会随着情况的变化而变化）。这一要求涵盖了股票期权重定价策略。这种情况发生在前一次批准的期权没有发挥作用，股票价格跌到了行权价格以下，而不是涨到之上的情况。重定价会降低行权价格，从而重新引入与前一次失效相同的激励，通用会计准则指明这类做法应计入费用中。然而，有个很简单的做法可绕过这样规定，即将前一次的激励计划撤销，等一段时间后再推出一个新的计划。这样管理人员就不需在财务报告中包括股票期权了，这正是他们求之不得的。

价值投资者可能彼此间对会计手段也持不同意见。例如，价值投资者对股票期权的会计处理就持有不同的观点，甚至有人认为这种手段压根就不该用。他们关注的重点是公司管理层如何解释使用股票期权作为一种薪酬手段，以及为什么选择了某一特定的会计方式来处理它们。关于股票期权的公开呈报的质量是反映管理层能力和诚信度的重要指标，其重要性并不亚于慎用这种激励手段和采取保守的会计方法本身。对此，价值投资者有自己的判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



购买股票的方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资需要付出艰辛的劳动。那么，花费大量的时间和精力对企业进行详细的分析值不值得呢？为什么不让其他人做这些工作而我们仅仅去利用他们的成果呢？

这是市场上从众者的典型心态。你加入浩浩荡荡的人群，随波逐流，形势好的时候欣喜若狂，形势不好时压抑难耐。从心理学和社会学上讲，这样做似乎都更加安全，大家一荣俱荣、一损俱损，抱团取暖。这在一定程度上解释了为什么非价值投资策略会广受欢迎。

但从历史表现看，从众策略的回报远非丰厚。这也是价值投资者更为成功的原因，尽管这样的人为数不多。另外，尽管坚持这种策略的人为数不多，但对价值投资者来说很直观的一些做法也有意无意地被其他所有的投资策略所采纳，而且被应用到各类股票投资方法上。这些做法以及它们的普适性一定程度上说明了价值投资的本质，即价值投资就是投资。

对股票来说，价值投资者遴选那些被估值分析师认为是最便宜的目标，以提供最大的安全边际。这个看上去轻而易举的做法中却大有深意。价值投资者会将投资的费用降到最低，这包括交易的费用、佣金和赋税。尽管价值投资策略中并不以这些因素来决定投资的选择，但在评估回报时它确实包括了这些因素，并因此影响着投资的优先顺序。

指数基金和价值投资

价值投资和对一家指数基金的长期投资有什么共同点呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管投资指数似乎可以将投资者从价值投资的艰辛中解脱出来，但这样的观点是有误导性的。

指数基金是一类共同基金，基金经理将募集的资金适当分配，用来买入一个特定范围中的所有股票。这个范围通常包括构成能代表整个市场很大一部分的某一基准指数中的所有股票，如S&P 500。

指数基金经理会决定应该从众多的指数中选择哪个去跟踪，可选的对象从S&P 500（大企业）到罗素2000指数（Russell 2000、小型公司）、威尔希尔5000指数（Wilshire 5000，一个大型的包括各类企业的混合指数）等。在对投资资金的残酷争夺下，指数基金经理经常声称自己所选择指数的表现好于其他指数。选择投资指数基金的人通常明白自己的局限，并意识到自己很难比市场表现得更好，不论这是因为缺少时间、远见、资金或是其他别人有而他们不具备的东西。

指数基金在股市上扬时会表现特别好，但在市场下挫时表现糟糕。市场走强时买入股票会让你感觉自己既聪明又富有，而如果市场变成熊市时还持有这些股票会让你对自己的智商产生怀疑并且感到财务窘迫。尽管指数基金的表现会随着市场涨跌起落，但它们对那些对股票良莠不分，或不知道如何区分实际经济状况和大众中盛行的观点的人来说，仍然可能是最好的投资方式。

投资股票始终是有风险的，不论你是持有一只股票本身还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是买入一个指数。价值投资策略不可避免地会被用到，即便你是指数策略的支持者，你也总是需要看到一些利润的空间，证明价值是高于价格的，才会去投资。在这一点上说，投资是没有捷径的。

常识和经验清楚地表明了这一点。被动投资者似乎本身就是矛盾的结合体。不论你是拥有福特、埃克森还是买入了先锋（Vanguard）或是富达（Fidelity）的基金，同样的原则都是适用的。单一股票和整个市场都会变动，或上或下，而熊市往往持续好几年甚至几十年。

股票基金

在遴选股票上有专长的人可以运营股票基金。投资者投入资金，并付给管理者一定费用，这比投资指数基金成本更高。股票基金在广告中会说这笔费用跟回报相比算不了什么，但在现实中往往不是这么回事。选股就要涉及股票的买卖，因此会对投资人税务申报产生影响，而这些买卖的决定控制在基金管理人而不是投资者手中。

有些基金是封闭式的，这意味着如果一位投资者想买入这样的基金，他只能从已经持有该基金的投资者手中购买，这样的交易通常在公开市场上的交易所中进行。更多的基金是开放式基金，任何人可在任何时间直接通过基金经理买入或卖出。在收取一定的费用后，这两类基金都给投资者提供了专业的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理服务和分散化投资的机会，当然这也是有潜在费用的。

再强调一遍，投资是没有简单轻松的解决方案的。最终，所有类型的投资——指数型、技术型、成长型或组合型——都隐含着对价值的判断。能将价值投资者和上述投资者区别开来的是，前者拥有磨炼投资应具备的心智的主观意志。

股息再投资计划

为控制股权投资带来的税务申报方面的影响，投资者可以采用买卖单一股票的做法。股息再投资计划（dividend reinvestment plans，DRIPs）是一个很有吸引力的方案。很多公司经营这类项目，而且不收取佣金，投资者可以通过这些项目来定期地将股息收入重新投资购买更多的股票，增加自己持股的数量。

股息再投资计划可以帮助投资者建立自我约束，使他们能够不断向自己的投资池中添加本金，不至于轻易分心。这并不是价值投资的典型做法，但是股息再投资计划因其方便性对价值投资者来说也是很有吸引力的。所持股票派息后，股息可以自动地用于购买更多的股票，而不是直接支付给股票持有人。

对于一个经常性地支付股息的公司，使用这一投资策略可以不断增加持股。股息再投资计划往往还为持股人提供定期从银行账户中自动转账购买额外股票的服务。投资者可以将这样的日期设定在股票除息日，这就相当于又建立了一个额外的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资纪律，由此可以可观地增加投资总额。

股息再投资计划下资金供应稳定性的一个重要优点是资金以一定时间间隔投入。股票价格有时会低于价值，有时会高于价值，如果坚持投资较长的时间，高低相抵后，从总体的效果看相当于以低于平均价格的成本，在除息日买入股票，这也就是所谓的“资金成本平均法”。

尽管股息再投资计划不能算是一种价值投资，但其中的资金成本平均法可以产生非常好的投资收益，而且股息再投资中也隐含着价值投资的性质，股息再投资和资金成本平均减少了投资者需要做出决定的次数。它们很有吸引力还因为能够满足适当定义的价值投资标准的股票其实为数很少。价值投资者会持续关注这类计划所投资的公司的基本面，只有当公司的表现低于预先设定的水平时，才会考虑停止购买或开始卖出该公司的股票。

交易所交易基金

金融市场上产品的发展日新月异，其中一类产品被称做交易所交易基金（exchange traded fund，EFT）。这是一种证券和共同基金交叉的产品，从 1993 年开始出现。到目前为止（2004 年左右），已经有 100 多支这样的基金。这些交易所交易基金在互联网泡沫期间增长很快，其中大量资金涌入一支叫 QQQ 的基金，QQQ 是纳斯达克 100 ETF 的代码。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所交易基金类似于开放式共同基金，二者都将投资者投入的资金集合起来，用于买卖一定范围内的证券。基金的价值取决于组合的净资产价值，可以不受限制地发行新的份额。交易所交易基金还跟股票和封闭式共同基金有共同之处，在每个交易日内，它们会被持续不断地重新定价（而开放式共同基金每日只定价一次，每日也只能买卖一次，交易价格在收盘时确定）。交易所交易基金中的证券一般是基于一个指数，而不是基金经理所选的股票。纳斯达克 100 QQQ 基金就是个例子。基金中包含了所有组成纳斯达克 100 指数的公司的股票。另一个例子是巴克莱全球投资者 iShares 系列基金和 S&P 500 产品 SPDRs（由道富全球投资发售），还有基于道指以及新兴市场小盘股的交易所交易基金。基于债券的交易所交易基金也正在兴起，其中有些专注于企业债券，而另一些交易政府债券。

对投资者来说，投资交易所交易基金的期间成本（periodic cost）通常要比共同基金低，因为后者要为基金经理遴选股票的专业技能支付高额的报酬。省去这笔费用后，交易所交易基金的费用基本类似指数型基金。有些交易所交易基金的费用甚至还低于指数型基金，因为后台的工作也可以交给负责买入和卖出的经纪人，而不是由基金自己来完成。但是，经纪人不会免费工作，所以交易的成本往往也会中和掉节省出来的期间成本。所以，一次性大额投资应选择交易所交易基金（即开始时缴纳一笔经纪费，但是年费用很低），而资金成本平均法投资更适合走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金的路线（年费用较高，但没有经纪费）。

对冲基金

直到2005年，对冲基金还只是富豪们的玩具，但也许要不了多久，有些零售经纪就会代理对冲基金。如果它们遵循其他投资渠道所走过的道路，那么到20世纪末，这种形式可能会变得非常普遍。对冲基金的核心业务活动一般是以大量资金买入证券，同时通过看涨和看跌期权的组合来平抑上涨和下跌风险。

对冲本身的含义就是在投资中采取一定策略，限制下行风险并因此丧失一些上涨的潜力。假设2月3日，微软公司的普通股的价格是23.7美元。一家共同基金的基金经理会以这个价格买入很多微软的股票，而一家对冲基金的经理会买入一些微软公司的看涨期权，同时卖出另一些看涨期权。假设某经理买入的期权是“微软22.50美元看涨期权，期权价格为3.2美元”（这里22.5美元被称为期权的行使价格，即行使期权时买入股票的价格，而3.2美元是期权本身的价格）；卖出的期权为“微软7月32.50美元看涨期权，价格为0.25美元”，两个期权的到期日都是7月20日。

假设到7月20日，微软普通股的价格为每股40美元，如果共同基金经理卖出股票，他赚取的收益为每股16.3美元（40－23.7）。如果对冲基金的经理和他的交易对手都行使了期权，他的收益是每股7.05美元。也就是说，相当于以22.5美元买入，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

32.5 美元卖出，每股赚了 10 美元，但是还要减去买入期权费用 3.2 美元，最后再加上卖出期权所得的 0.25 美元。

我们还可以假设在 7 月 20 日，微软的股价降到了每股 15 美元。如果共同基金经理卖出股票，他遭受的损失是每股 8.7 美元（23.7−15）。如果对冲基金经理也卖出股票，他的损失仅仅是 2.95 美元。两个看涨期权都是虚值，价值为零，而买卖期权的净损失为每股 2.95 美元（3.20−0.25）。

可以看出，虽然持有股票的净多头可以在股价上涨时享有更大的盈利空间（16.30 美元），但是股价下跌时遭受的损失也更大 (8.7 美元)，而对冲基金把二者都限定在一定范围内（最大盈利 7.05 美元，而最大的损失只有 2.95 美元）。

对冲基金经理有时会为自己选定一个特定的投资风格，包括价值投资，但是这个标签有时带有误导的性质。一家对冲基金可能会采用价值投资者常用的基本面价值分析的方法，但是价值投资不仅仅是基本面分析，其风险对冲的策略是一系列的原则，如能力范围和特别强调的安全边际，而不是通过看涨和看跌期权组合。

与安全边际原则相比，对冲基金使用的风险管理方法实际上与现代金融理论中的 β 值更接近。使用期权来对冲的目的是减小价格变动带来的风险，而不是一个基于投资和价值的判断。当投资对冲基金对于普通的投资者来说变得更加平常时，价值投资者就会体会到这二者的不同了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于对冲基金要说的最后一点是，对冲基金所谓“对冲”的名头在实践中往往名不副实。很多对冲基金根本不进行“对冲”；相反，它们和共同基金一样买卖证券。二者主要的区别是，在现有证券法规下，共同基金作为“投资公司”受到的监管非常严格，而对冲基金可以规避这些监管。如果说 2000 年左右的共同基金丑闻引发了投资圈内不小的动荡，我们不妨看看 2005 ～ 2010 年间对冲基金会牵涉什么样的丑闻。[⊖]

⊖ 在此我们不得不佩服作者的先见之明。2007 年开始的次贷危机就是以贝尔斯登管理的两支对冲基金的倒闭为导火索爆发的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



非股票投资途径

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资者总是习惯性地将价值和价格关联起来。这一态度不仅可以用到股票上，它同样适用于其他所有的投资形式。某些资产与其他资产比起来，更容易让人们建立将价格和价值联系起来的习惯。房地产就是一个很好的例子。当有一笔可能非常划算的房地产交易摆在自己面前时，人们一般可以非常直观地理解这样的机会。但是，很多人对普通股票投资缺乏这样的直觉。一般来说，人们对消费品，如汽车、贷款或者按揭贷款等比较容易建立这种直觉。

从市场上看，有一些资产的价格—价值差异是不太容易出现的。在这一点上，债券是个很好的例子。债券有久期和利率等普通股票没有的特性，这使得投资者比较容易在价值上达成一致，因此价格可以比较一致地反映价值，而普通股票在这些特性上的缺失使得我们有更多理由相信价格和价值的背离更有可能发生在股票身上。

所以除股票外的其他投资类型不仅说明了价值投资理念的普适性，还在一定程度上强化了价格和价值关联这一基本点，因此有必要对除股票外的其他投资形式做一点总结。

债券

对任何公司来说，债券都要比股票更安全。股票不承诺任何回报，而且在公司破产时是最后清算的，但债券在破产清算时的优先级较高，有预先给出的回报，还可以有额外的保护条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款。但是，债券仍然是针对特定发行者的投资，所以股票投资的估值和分析原则同样是适用的：投资对象应该是位于投资者能力范围内、由值得信赖的具备必要能力的管理层运营的、高质量的企业。

债券是一类赊欠凭证。债券发行人承诺会归还所借金额（即债券的本金），并定期支付利息。发行债券时，应有协议规定发行方的财务状况必须维持一定的水平，以保证债务的偿还，并防止发行方滥用借到的现金，危害偿还能力，同时还要指明在发行方无力偿还甚至破产时不同债券清算的相对优先顺序。

公开发行的债券会在二级市场挂牌交易，如纽约证交所。债券发行时以招募说明书的形式，说明发行方的详细业务情况和债券的特点。发行方要定期向美国证券交易委员会(SEC)和评级机构，如标准普尔和惠誉等，做出呈报，评级机构会据此给出债券的信用等级。

整个市场整体的信用状况和债券发行方本身的信用情况决定了债券的价格，也就是债券支付的利息。[⊖]通过利用资产估值的一般原理，债券当前的价值是未来现金流的折现，其中包括定期支付的利息和债券到期时偿付的本金。用来计算这些现金流现值的折现率应该是市场上普遍接受的回报率，其中不仅反映了债券发行方的信用风险，同时也反映了目前市场上总体的

⊖ 这一说法并不太严谨。债券的收益率并不等于债券的价格，虽然二者是紧密联系在一起的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统性信用状况。

因此，债券价值会随着发行方本身的信用状况以及信用市场整体的变化而波动。一般来说，在股市是牛市时，债券相对股票的价格会偏低，但是债券会提供较稳定的回报；在股市是熊市时，相比股票，债券下行的风险要小一些。

当发行方的信用质量下降（例如，当其负债权益比率显著升高或者流动性不佳时）或信用市场对金融形势出现悲观情绪时（例如，担忧利率上涨），应使用较高的贴现率对债券的现金流进行估值。

当发行方信用状况提升或市场状况改善时，应使用较低的折现率。不论是哪种情况，债券的面值一般与其现金流的现值不同，要么会有一个溢价（当债券价格高于其面值时），要么会折价（当债券价格低于其面值时）。

债券的市场价格发生变化反映出债券支付的利息的变化，债券持有人的收益也会跟着变化。债券持有人的收益被称为“有效收益率”或“市场利率”。对折价销售的债券来说，有效收益率高于债券的券息；对以溢价销售的债券，有效收益率低于券息。

这些关系反映出债券价格和市场上普遍接受的利率之间的反向关系。利率上升时，还未到期的债券的价格会下降，反之亦然。考虑一只券息为10%的债券。如果市场利率下降为5%，这只债券的价格会高于新发行的债券（10%的券息高于5%的券息），而如果市场利率上升到15%，则这只债券的价格会低于新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行的债券（投资新发行的债券回报更丰厚）。我们的结论是，当利率高于历史平均水平时，购买债券是很好的投资手段，因为这时利率下降的可能性比上升更高。

一般说来，债券分析会比股票分析更加客观。为给债券评级，信用评级机构在分析和研究上投入了巨大的精力，而这些机构本身并没有买卖这些债券的兴趣（主要的投行也有研究部门对股票进行分析，但是投行的其他部门会交易股票）。⊖

其他投资者，特别是机构投资者也会进行和评级机构类似的调研和分析工作。这意味着，信用评级机构发布的降级决定常常是由于市场上已有的价格下行压力导致的，而降级的决定会进一步加大压力。这样的双重效应往往造成价格的过度下跌，使得降级后的债券成为可能的理想投资机会。同样的道理，评级上升时，债券的价格往往高过了应有的水平。

当然，债券的回报永远不会超过发行方的承诺，而股票持有人在企业表现强健时会分到一块越来越大的蛋糕。一种对冲的办法是把二者结合起来，这就是可转换债券。

可转换债券

可转换债券给投资者提供了债券的相对安全性，又保留了

⊖ 实际上评级机构并非不食人间烟火。2007年次贷危机爆发前，评级机构对次贷衍生品给出的评级很大程度上误导了投资者，评级机构从发行这些证券的投行收取费用，这种做法导致了利益冲突和道德风险。危机后，监管机构对此进行了调查和立法，并起诉了部分评级机构。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票拥有的上升空间。固定收益的特点帮助投资者躲过市场下行时的风险，而可转换成股权的特点又给投资者提供了股价上升时获益的机会。这种组合意味着其中的债券成分相对来说比较容易估值，因而价格也较容易得到；而另一部分股权价值变化比较大，从而提供了价格与价值相背离的可能性。

当然，想要安全就要付出代价，可转换债券在这一点上也不例外。当股票表现强劲时，所对应的可转换债券价格的涨幅基本等于股票本身涨幅的 2/3；当股票价格走低时，相应可转换债券的价格的跌幅只有股票价格跌幅的 1/3㊀。看起来成本和效益似乎是不对称的，其实这缘于可转换债券中固定收益和本金偿付部分提供的保护，而仅持有股票的投资者在最坏的情况下是有可能血本无归的。

从流动性的角度讲，债券提供了更高的平均回报率，因为对典型的发行方来说，提供给债券的收益率会高于普通股票的股息收益率。对更加激进或更加乐观的公司，二者之间的差会增大，这些公司将全部的或几乎全部的净利润都用于再生产。它们认为这样做可以大大提高将来的利润，而且会提升股价，从而使得将债券转换为股票的做法变得很吸引人。

信用评级机构对一般债券的评级可能会比可转换债券的评级更加重要也更加准确。评级机构评测的重点是看债券发行方

㊀ 这个比例关系只在股票价格处在事先规定的转换价格附近时才是有效的。当股价远低于或远高于可转换价格时，这个关系是无效的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是否有能力在债券到期时按时偿付本金和利息。对于可转换债券，它们也会做同样的事情，这等于是没有考虑可转换债券中股权的价值，而这一特性是有可能带来丰厚回报的。

可转换债券市场的效率相对于股票市场和一般债券市场都要低一些，这使得发现价格和价值背离的可转换债券的几率要高一些。作为一类资产，可转换债券在很多市场条件下都很有吸引力，不论是牛市还是熊市。市场走高时，可转换债券可以捕捉到上涨的收益；市场走低时，则可以依靠利率和本金保底，这远远好于股票持有人所冒的股票分文不值的风险。

可转换债券可能最适合那些投资期限比较短的投资者，如还有几年就要退休的人，或者因为特殊原因需要资金的人。另一点需要权衡的因素是，相比一般的股票投资，要充分利用可转换债券的长处需要投资者有更加脚踏实地的经验，因为债券的可转换特性有可能触发债券发行人赎回债券，而且可转换的特性往往在特定日期后就无效了。当转换后的股票价值高于债券本身的价值时，持有人通常需要在很短的时间内做出是否转换的决定。

房地产

大部分购买房地产的人往往相信自己可能会做一笔很划算的买卖。这表明，在拥有自己住房这个问题上，人们很直观地认识到价格和价值是有可能分离的，从而自然地把握了价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的核心。

在美国，家庭拥有住房的比例正在稳步地提高，这得益于美国联邦政府对在二级市场上交易房屋抵押贷款的支持。这种支持还反映在税务优惠上，在美国，购房者为自己基本住房的按揭贷款支付的利息和房产税可以用来抵扣收入，从而享受个人所得税优惠。通过支付一小部分首付（一般是 10% ～ 20%），大部分人群能够利用抵押贷款这个杠杆，购入更多的房产为己所有。㊀

除了个别时间和个别地区的投机热潮外，房地产的价值是稳步上升的，所以投资房地产理所当然地成为了增加投资者净价值的一个选项。在过去的几十年中，美国人通过利用市场上各种与家庭财产有关的投资工具，已经在享受自己基本住宅价值上涨部分带来的回报。较低的利率促使人们纷纷放弃原来的按揭，转而买入新的按揭，如此一来，债务负担就降低了，能够利用的现金流也就更多了。㊁

购买第二座房产作为度假休闲的去处或者出租，成为对很多美国人有吸引力的选择，而不再仅仅是上层社会的特权。特别是当利率较低，股市回报不理想时，房地产市场会变得对投

㊀ 现在看来，尽管美国政府鼓励公民拥有住房的初衷是美好的，结果却不那么让人满意。次贷的膨胀与美国政府私下对金融机构宽松信贷政策的纵容有很大关系。——译者注

㊁ 这种通过重置抵押贷款从房价上涨中套现的想法是次贷危机蔓延的重要原因。低个人价值的购房者基于房价永远上涨的假设，以为可以靠上涨的部分支付较高的次贷利率，或在贷款优惠期结束后卖掉房产套利。事实证明这个做法行不通。房价不会永远上涨，对这一点，作者似乎预见不足。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者非常有吸引力。

除了家庭的需要和心理上的满足感外，这些投资方式还是要遵循基本的价值原则。支付一个合理的低于预期价值的价格还是非常关键的。投资者应避免采用过高的杠杆，就像投资股票时应避免保证金交易一样。耐心常常成为制胜的法宝。

拥有自己住房的另一个好处是，所有人本人就是房产的经理——他负责房子的日常运转和维护，要决定为了维持和提高房产的价值需要投入的资金。在意价值的投资者要保证自己能做这些事情，或者能找到胜任这些事情的人。对度假用房或者出租用房，这样的问题更加突出，因为房屋的管理者通常并不住在房子里，可能会存在后勤方面的问题。

有一种投资方式正变得越来越流行，这种投资方式在20世纪90年代促成了房地产投资的大发展，并广受投资者喜爱，这就是房地产投资信托（real estate investment trust，REIT）。房地产投资信托以给予投资人债权或股权的形式将资金募集起来，然后用募集的资金去购买和经营房地产项目。一家房地产信托可能投资于特定的项目，如办公区的停车场或公寓楼；或整片区域，如美国东南部或东北部；或二者兼顾。

房地产投资信托的价值受其持有地产或放出贷款的价值的影响，它需要以这些资产产生的现金流来回报给自己的投资者。房地产投资信托的涨跌直接由其持有房地产的涨跌决定。这类投资的优点是入门门槛低，仅需要较少的投资额，而且有内在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的分散效应，另外还有非常吸引人的税务优惠。投资这类项目，同样需要有价值投资的头脑，要将价格和价值之间的比较关系铭记在心。

知识产权

所有的投资者都认可知识产权的重要性越来越突出。知识产权可以极大地提升企业的价值。专利、商标、版权和其他没有实物形式的资产带来的现金流，可以让那些传统上的“硬”资产如地产、厂房、设备和机器等相形见绌。

一个较少被考虑的问题是拥有这类资产的前景如何。作家和作曲家拥有作品的版权，发明家拥有专利，这类权利很少给原创者带来巨大的收益，但是我们不应该忽视它们。

投资者可以收购某些知识产权权利。例如，那些想从英国摇滚明星大卫·鲍威（David Bowic）的伟大作品的版税收入中分一杯羹的投资者不必再寻寻觅觅，而是可以借助他完成的一宗资产证券化交易。这笔交易从 1997 年 2 月开始，利用 250 首歌 15 年的使用权，募集 5 500 万美元，券息高达 7.9%。这笔交易开创了私有知识产权权利和唱片灌制权证券化的先河。

证券化交易是通过募集各种资产，包括各类知识产权，并以这些资产产生的现金流为依托发行证券的投资手段，这样的做法经过了时间的检验。知识产权证券化相当于一个特殊的信托，其资产就是转移过来的知识产权。对交易起到支撑作用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（以鲍伊的交易为例子）就是版税收入。

该信托是个独立的法律实体，其发行的证券一般都公开地在资本市场上交易。在目前这个阶段，这类证券更类似于债券而不是股票，是对信托资产上的固定利息收入和一定比例本金的所有权，超出这部分以外的收入归艺术家所有。

因此，这类证券是一类固定收益工具，类似于债券并表现出相似的价格和价值之间的关系。通常，评级机构也会对这类证券评级，评级一般较高，为A级或者以上。要得到这样的评级，有时候需要有一个评级为AAA的金融机构出具担保，保证支付不会中断，或者从资产中由艺术家持有的部分产生一部分现金存留，在收入不足时弥补亏空。

证券化过程中涉及的现金流量很大，因此弄明白谁该享有那个部分是很重要的。艺术家的收入来自他们跟唱片公司合同中规定的版税，只有这些资产支持着信托。歌曲的作者和唱片的发行商共享有三类版税：发行、广播表演和配乐使用（如作为商业广告的插曲）。发行商还享有灌录版税，这笔钱是由唱片制作商支付的用来使用原版或翻录音乐的费用。

鲍伊的交易是一个个人版税收入证券化的例子。我们还有其他的产权集合证券化的例子，比如把多个艺人的版税收入集中起来形成一个资产池。拥有很多签约艺人的唱片公司喜欢这种一揽子的方式，因为如此一来可以将多个艺人集中在一起支持一个交易，而这些艺人中的任何一个都不足以单独

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完成证券化。

投资者还应关注一下不同领域内多种类型的知识产权所有人提出的不同交易。到目前为止，乐坛上的这类交易还包括汽车城唱片的歌曲创作团队爱德华·郝兰德、莱蒙特·道泽尔和布莱恩·郝兰德(代表作《以爱的名义，住手!》)、詹姆斯·布朗、艾斯利兄弟（the Isley Brothers)、铁娘子乐队（Iron Maiden）和罗德·斯图尔特（Rod Stewart)。

其他被证券化的知识产权资产还包括可供多家电视台播出的电视剧集，如《宋飞正传》(*Seinfeld*)；文学作品，如《苏斯博士》)；职业运动队和著名运动员签署的合同也被囊括其中。

贵重金属

对贵重金属，如黄金和白银，其估价过程同其他投资对象不同。一般说来，我们在估计一家企业的内在价值时，会从其未来能产生的现金流入手，然后进行折现。这种做法假设会有一个基本的现金收入作为估值的入手点。

但是，在经历严重的政治和经济危机或深度重商主义时，纸面上的价值变得一文不值，价值的存储形式回归贵重金属。在这样的时期，持有少量高内在价值的工具可能是个好的选择。

白银是保值手段中最为经济的。在严重的世界性危机中，当资产的纸面价值严重下跌时，白银的价值会保持稳定或上升（下面会提到，黄金的价格也会急剧上涨)。因此，每一个投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该考虑在自己的投资组合中包含少量的白银（视市场情况，在1%～10%之间）。白银是一种投资，所以应遵循同样的价值投资原理。在投资白银时，价值投资者应清楚这种金属是如何开采、冶炼、使用和买卖的，简而言之，他们应懂得白银的供需关系。更重要的是，白银还是一种工业性金属，这意味着它作为一种生产资料，本身就有着很刚性的需求。

例如，在供应端，白银经常作为开采铜的副产品，而铜只是一种普通金属。因此，当铜价格上涨时，白银价格可能会下降（铜价上涨会导致铜的开采量增加，从而导致白银供应量上升）。在需求端，白银的主要工业用途是影视行业（如早期的银幕）。但是，随着不使用白银的数字化影像技术的发展和大规模采用，这一需求减少了，因此对白银价格构成了压力。

购买白银最方便的手段是以银条或小面值银币的形式。这些银条和银币的定价一般来说都很接近其价值，而销售商一般都收取不变的手续费。纪念性和装饰性的银币和银首饰会有比较大幅度的加价，因此破坏了其价值和价格的平价关系，使得这些物品更适合成为奢华品而不是主要的投资工具。这些物品的价格和价值可能变化很大，因为人们可能根据个人的喜好和欣赏品味赋予它们超过市场价值的个人化的价值。

投资白银市场的一种方式是购买白银矿产企业的股份。金属价格上涨时，开采企业会随之受益，但是银价下跌时却不一定会同步伤及这些企业。矿产企业的表现和股价即便在贵金属

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场走低时，也可能保持强劲。基于企业预期现金流的估值既是当前产品产生的收入的函数，也是探明和预计储量产生的未来的收入的函数。因此，对于通常不赞成基于未来成长来对企业进行估值的纯粹的价值投资者来说，这类企业是个例外。

黄金虽然在工业上也有非常广泛的用途，如电子工业和化学工业，但主要还是被用做货币金属。黄金的价值主要是宏观经济力量的函数，如利率、汇率变动和通货膨胀水平。经济突然发生结构性震动时，黄金的价格比白银和其他一些贵金属更容易波动，一个例子就是各国央行剥离金本位的做法。虽然黄金曾作为对冲高通货膨胀和利率绝对有效的手段，现在它在这方面的作用已经被其他金融工具（如期货和期权）取代。

收藏品

白银可以作为简单的投资品，白银制品也可以作为收藏品。例如，稀有的银币和银质高脚杯价值不菲。类似的例子还有油画、有特殊意义的招贴画、雕塑和其他小工艺品，以及古董，如钟表、老爷车和家具等。

相对于经济上的回报，涉足收藏品所需的投资额通常很高。另外，收藏品总是会有所有人的感情附着在上面，因此，即便是有可观的利润，所有人往往也不见得愿意出售。

当拥有这类收藏品时，它们应该被理所当然地考虑在投资者的组合中，不管是出于评估现有经济价值、风险管理还是投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资前景分析的目的。但是，对其中情感因素的折价需要恰当地处理。在遇到紧急情况需要资金时，卖出1 000美元的银行存款凭证或100股IBM公司的股票比卖出一打美国银币要容易得多。这再一次强调了价值投资的核心理念，即价格和价值的不同。

表13-1总结了除股票外的其他投资形式以及它们各自的价格—价值关系。

表 13-1 非股票投资方式以及价格—价值关系

投资方式	价格—价值关系
一般债券	久期和券息决定了债券的价格和价值
可转换债券	股权部分会造成估值的波动，因此价格和价值可能有所背离
房地产	买家在寻找一笔好交易时，往往会很直观地察觉到价格和价值的背离
知识产权	类似于债券并表现出相似的价格和价值之间的关系
贵重金属	供求不平衡决定了价格和价值的关系
收藏品	个人喜好和感情决定了价格和价值的关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要点总结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资是应用于资本配置的最本质的常识。对前面章节中总结的关于价值投资的基本理念和核心工具，我们可以进一步萃取，最终浓缩出10个关于价值投资的要点。

市场原则

价值投资者具有将价格和价值联系起来的习惯。他们认识到股票市场具有涨跌起伏，单一股票的价格变动范围可能很大。对股票和股票市场而言，牛市时投资者往往表现出过于乐观的情绪，而在熊市时往往过于悲观。看似平淡无奇的理性的选择位于中间，这就是价值投资者所处的位置。有的股票的价格高于其背后企业的价值，也有的股票的价格低于其价值。尽管从长期来看，这种出入会被平均掉，但是理想的投资策略是不遗余力地寻找那些价格低于价值的投资机会。

业务分析原则

价值投资者不会去猜测股市或某只股票的价格是否达到了顶峰、低谷或是二者中间的任何一个位置，不论何时，总有股票的价格低于其价值，也有股票处于相反的位置。当股市处于牛市时，如20世纪90年代后期，价值投资的机会很少；当股市处于熊市时，如21世纪最初的几年，价值投资的机会反而更多。当市场下跌时，对前景的预期空间变得更大，而市场上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时会变得更小。不论是上涨还是下跌，趋势总会随着或悲观或乐观情绪的蔓延而自我加强。正确的判断依赖于掌握业务、会计和估值原则方面的知识。

合理价格原则

价值投资者从不浪费时间去预测波峰和波谷什么时候到来。如果价格远远小于价值，价值投资者就会买入，即使知道价格有可能会变得更低。经过稍长一段时间，价格和价值之间的差距就会减少，甚至反超。

知之为知之原则

不懂装懂的人会在股市赔钱。想在市场上择时投机的人和其他没有能力分析企业价值的人，从一开始就不应该参与遴选股票和投资这件事情。那些因此倒霉的人就像玩扑克牌时被玩弄的糊涂虫，根本意识不到自己的钱很快就要跑到别人兜里了。玩扑克牌和炒股都是很需要技巧的事情，太自以为是的人不适合干这行。

能力范围原则

价值投资者对自己的能力要进行严肃的评估，如果他们怀疑自己遴选股票的能力，他们就会避免这么做。价值投资者知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道自己能力的范围，并会在自己能力的边界上重重划上一道线，使得自己不至于逾越。这样做可以将很多行业排除在外，避免广而不精，从而能将有限的时间和资源投入更相关的业务分析中，加强对前景的分析研究。那些不能确定自己能力范围的投资者不应该进行任何股票投资。

对那些想把自己的一部分财富投资到股市的人，选择一种非单一股票的投资方式，如共同基金、指数基金或一家分散投资的养老基金可能是更好的方式。但是，这些投资渠道说到底都只能覆盖一个范围更广的市场中的一部分，因此基金的价格同样可能被高估或者低估。这意味着这里提到的10个原则同样适用于它们，只不过应用起来没有那么严格。

护城河原则

市场的起伏、价格—价值的背离和投资者有可能过于自信的风险决定了在选择投资目标时，一定要格外谨慎。在关注某一企业时，价值投资者会确认该企业是否容易受到市场上不利变动的影响。价值投资者会避免投资那些容易受市场下行、经济衰退、竞争对手攻击和技术升级换代等因素冲击的企业。企业本身必须构筑保护自己的护城河，即抵御这些不利因素的手段，比如打造独一无二的品牌形象、拳头产品、营销能力和投入足够的研究和开发资源。

特许权价值体现在较高的、可持续的净资产回报率上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全边际原则

价值投资者有时会担心自己在前五个原则上做出错误的判断，于是他们增加了本条原则作为补充，以增加保险系数。根据价格不等于价值的原理，价值投资者坚持寻找那些价格尽可能低于价值的投资对象，这样做可以建立一个安全边际，避免犯错误时造成过大的冲击。虽然10条原则中任何一条都不能被放弃，本条原则却是其中最本质且最普适的。遵从本原则，其他原则执行起来也就容易了。

“选亲家”原则

2000年前后充斥报纸头条的会计丑闻突出了长久以来投资界的诚信问题。价值投资者只投资于那些由诚实可靠的资本“管家”经营的企业，他们会搜罗公司管理层能否做出正确判断和采用恰当手段的证据。历史并不总是可靠的，但是只要一个高管的历史记录中有任何可疑的污点，那就足够把聘用他的公司排除在投资对象之外。价值投资者把潜在投资对象的企业管理人员想象成自己未来的亲家，如果他们不希望自己的孩子嫁给或娶回那家公司的高级管理人员，那么他们就不会给这家公司投资。

精英主义原则

能够从这些原则下脱颖而出的股票或其他投资形式寥寥无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几。价值投资者把所要投资的企业看做希望加入一家由自己运作的高级俱乐部的申请人，而且投资者希望保持俱乐部的高档形象。因此，把一个本来合格的申请人排除在外，比把一个本不应该被批准的申请人囊括其中，所犯的错误要小得多。通过这样一个精英会员政策的审查后，那些被邀请加入投资者的投资组合俱乐部的企业可以在条件允许时经常获得投资，投资者会从这些公司购买更多的股票。投资者还应该在不同的资产类别间实现分散化，投资者应该有储蓄账户、债券、房地产和股票等多种投资形式，这比仅仅在股票市场内部实现分散化还要重要。

所有人原则

上述原则的累积效应是，价值投资者在企业投资中的角色不再仅仅是股票的持有者，而且会成为企业的拥有者之一。在这里，业务分析、“护城河”、安全边际和“选亲家”的原则同样适用。它要求投资者在选择股票时，要像一家小企业主为自己的商店、农场和公司作决策时所做的一样。眼光必须要放长远，而不是像股市上很多短线交易人员所做的那样快速地买进卖出，这就是价值投资的精髓所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资的普及书

大师理念与策略的精炼读本

我从未想过通过股市挣钱，我每次购入股票时总是先作假设，股市第二天就关门大吉，然后过五年后才重新开张。

——沃伦·巴菲特

从长期来看，投资与市场无关，投资是享受企业赚取收益的过程。

——约翰·博格

选股可没法简化成一个一用就灵的选股公式或秘方。

——彼得·林奇

所有聪明的投资者都是价值投资者，他们低价买入高额资产。为了正确认识股票价值，你必须认识企业的价值。

——查理·芒格





McGraw-Hill
全球智慧中文化
http://www.mheducation.com

客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
投稿热线：(010) 88379007

数字阅读：www.hzmedia.com.cn
华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com

上架指导：投资证券/股票



定价：40.00元